

## Tilburg University

### **De liberalisering van het internationale kapitaalverkeer in historisch-institutioneel perspectief**

Gruijters, A.P.D.

*Publication date:*  
1993

*Document Version*  
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
Gruijters, A. P. D. (1993). *De liberalisering van het internationale kapitaalverkeer in historisch-institutioneel perspectief*. (Research Memorandum FEW). Faculteit der Economische Wetenschappen.

#### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

ECO  
CBM  
R R  
7626  
1993  
597

UNIVERSITY  
HOLHEKE  
UNIVERSITEIT  
BRABANT

POSTBOX 90153  
5000 LE TILBURG  
THE NETHERLANDS



R 31  
*Capital Movements  
Deregulations*

DEPARTMENT OF ECONOMICS  
RESEARCH MEMORANDUM



DE LIBERALISERING VAN HET INTERNATIO-  
NALE KAPITAALVERKEER IN HISTORISCH-  
INSTITUTIONEEL PERSPECTIEF

Noud Gruijters

FEW 597

Communicated by Dr. H.G. van Gemert



# De liberalisering van het internationale kapitaalverkeer in historisch-institutioneel perspectief

Noud Gruijters

maart 1993

4

## 1. Inleiding

Sedert het midden van de jaren zeventig is er in de industriële wereld sprake van een toenemende vervlechting van financiële markten over de landsgrenzen heen. De grensoverschrijdende vermogenstransacties zijn de laatste decennia spectaculair in omvang gegroeid. De financiële dienstverlening is in algemene zin sterk geïnternationaliseerd en zowel beleggers als ondernemingen maken op grote schaal gebruik van de mogelijkheden die buitenlandse en internationale kapitaalmarkten hen, al dan niet met tussenkomst van het bankwezen, bieden.

Het proces waarin aanvankelijk gesegmenteerde markten in de loop van de tijd, steeds meer in elkaar opgaan, wordt aangeduid met het begrip internationale financiële integratie. In elkaar opgaan betekent dan, dat de allocatie en de prijsvorming op een bepaalde binnenlandse markt gevoeliger wordt voor vraag- en aanbodschokken op de corresponderende markten in het buitenland. Zodra er economisch gezien sprake is van één markt heeft het integratieproces zijn eindstadium bereikt.

De transmissie van schokken tussen de geografisch gescheiden, maar economisch verbonden financiële markten verloopt via feitelijke of potentiële kapitaalstromen. Financiële integratie heeft dan ook alles te maken met internationale kapitaalmobiliteit. Dit begrip verwijst naar de prijsgevoeligheid van vermogenstransacties tussen ingezetenen en niet-ingezetenen. Economische agenten reageren op verwachte opbrengstverschillen tussen binnen- en buitenlandse investeringsmogelijkheden. Hoe sneller zij hun investeringsplannen en beleggingsportefeuilles aanpassen, hoe hoger de mate van kapitaalmobiliteit en hoe vollediger de financiële integratie<sup>1</sup>.

Analytisch beschouwd heeft het begrip kapitaalmobiliteit twee aspecten. Het eerste aspect heeft betrekking op de feitelijke *mogelijkheden* voor beleggers om hun middelen elders dan op de binnenlandse financiële markten uit te zetten, of voor ondernemingen en overheden om elders dan op de binnenlandse markt te lenen. De vraag is hier of de marktparticipanten, objectief gezien, in hun voornemens gehinderd worden door wettelijke bepalingen, institutionele belemmeringen dan wel in samenhang daarmee, door hoge informatie- en transactiekosten. Het tweede aspect heeft betrek-

1. V. Gemert & Gruijters (1992, p. 12-18) omschrijven aan de hand van een portefeuillemodel de relaties tussen begrippen als kapitaalmobiliteit en activasubstitutie, alsmede de voorwaarden voor financiële integratie. Daarnaast komen zij tot een typologie van het onderzoek naar financiële integratie door een onderscheid aan te brengen tussen vier benaderingen en twee methoden.

king op de subjectieve *bereidheid* van de marktparticipanten om transacties met niet-ingezetenen en de daarmee verbonden risico's, zoals valutarisico's en landenrisico's, aan te gaan.

Zonder het tweede aspect uit het oog te verliezen, dient financiële integratie mijn inziens primair beschouwd te worden als een verandering van de financiële omgeving, met name gaat het dan om het verdwijnen van officiële beperkingen op het kapitaalverkeer, om de reductie van de aan deze transacties verbonden kosten, en om de opkomst en verdieping van de Euromarkten.

In dit research memorandum wordt met name ingegaan op de betekenis van het element kapitaalrestricties. In eerste instantie komt aan de orde hoe en waarom de OESO-landen in de afgelopen decennia kapitaalrestricties hebben toegepast. Vervolgens, en dat vormt de hoofdmoot van de analyse, wordt een beeld geschetst van het liberaliseringsproces. Dit proces behelst de afschaffing van alle deviezenbeperkingen en andere belemmerende of kostenverhogende procedures, die de totstandkoming van vermogenstransacties tussen ingezetenen en niet-ingezetenen bemoeilijken.

Dit paper is als volgt ingedeeld. Paragraaf 2 analyseert de verschillende *argumenten* voor de regulering van internationale kapitaalstromen door de monetaire autoriteiten, terwijl in paragraaf 3 nader ingegaan wordt op de *vormgeving* van de toegepaste restricties. Daarna volgt in paragraaf 4 een uitgebreide beschrijving van het naoorlogse *liberaliseringsproces*, zoals dat in de OESO en de EG heeft plaatsgevonden. Dit proces komt daar naar voren als een gefaseerde ontwikkeling - gekenmerkt door versnellingen, vertragingen en regionale verschillen - waarvan het hoogtepunt pas recentelijk is bereikt. Het blijkt mogelijk om de liberaliseringsgeschiedenis in te delen in een aantal fasen.

## 2. Argumenten voor kapitaalrestricties

De officiële reglementering van internationale kapitaalstromen is niet vanzelfsprekend. Door kapitaalbewegingen te reguleren, beperken de autoriteiten op de eerste plaats de keuzemogelijkheden van de economische agenten en verhogen zij de kosten van kapitaaltransfers. Op de tweede plaats zijn vrije kapitaalstromen in de standaard theoretische analyse, een vereiste voor een optimale allocatie van de besparingen over de investeringsmogelijkheden in de wereld. Kapitaalbewegingen resulteren in de egalisatie van de marginale produktiviteit van (fysieke) kapitaalgoederen op wereldniveau, en in een stijging van de wereldproduktie. In deze gedachtengang verhoogt vrij kapitaalverkeer de welvaart van de wereld als geheel<sup>2</sup>.

In werkelijkheid heeft de liberalisatie van het kapitaalverkeer een lage beleidsprioriteit. In de laatste decennia hebben bijna alle landen gedurende korte of lange tijd, een beroep gedaan op kapitaalrestricties. Er zijn verschillende argumenten voor de regulering van internationale kapitaalstromen<sup>3</sup>. Op de eerste plaats zijn de veronderstellingen die in de standaardanalyse van kapitaalstromen worden gemaakt niet realistisch; in werkelijkheid zijn er bijvoorbeeld rigiditeiten in de markten voor produktiefactoren, waardoor vrije kapitaalstromen aanpassingskosten met zich meebrengen in de reële economische sfeer. Daarnaast zijn er verschillende typen van internationaal kapitaalverkeer die reageren op uiteenlopende rendementsvoeten die min of meer losstaan van de marginale produktiviteit van kapitaal. Kortom, particuliere kapitaalstromen kunnen negatieve externe effecten met zich meebrengen, waardoor er vanuit maatschappelijk oogpunt reden is voor restricties (§ 2.1).

Op de tweede plaats kan de controle van het kapitaalverkeer een onderdeel zijn van het monetair beleid van een land. Met name de snel van richting veranderende, kortlopende kapitaalstromen kunnen de monetaire autoriteiten voor problemen stellen. Deze stromen kunnen 'destabiliserend' zijn, in die zin dat zij de realisatie van interne doelstellingen (beheersing van de geldhoeveelheid en prijsstabiliteit) en externe doelstellingen (wisselkoersstabiliteit en betalingsbalansevenwicht)

2. Zie bijv. Grubel (1981, p. 587-595), Sinclair (1983, p. 134-140) of V.d. Bergh (1987, p. 7-10) voor de conventionele comparatief-statische analyse van de welvaartseffecten van vrij kapitaalverkeer. De analyse veronderstelt o.a. twee landen, twee produktiefactoren (arbeid en kapitaal), geen internationale arbeidsmobiliteit en volledige mededinging op goederen- en factormarkten. In deze gestyleerde wereld vinden kapitaalstromen plaats zonder (reële) aanpassingsproblemen. De nationale welvaart hangt alleen af van de omvang van het nationale inkomen. Als de kapitaalstromen meer dan marginaal zijn ten opzichte van de kapitaalgoederenvoorraad in de landen, treedt een herverdeling van inkomen op tussen de produktiefactoren. Bij starre lonen zal in het kapitaalexporterende land werkloosheid ontstaan; dit steekt bij tijd en wijle op als argument voor kapitaalexportrestricties.
3. Zie bijv. V.d. Bergh (1987, p. 10-17), Artis & Taylor (1990, p. 164-167) en OECD (1990, p. 26-28). De toepassing van restricties is door de beleidsautoriteiten maar sporadisch beargumenteerd. Cairncross (1973, p. 2) stelt in deze: "Few things are more striking than the multiplicity of capital controls in a world dedicated to freer international relations.(...) Yet it is very difficult to point to any official statement in which they are justified at any length. The need for them tends to be taken for granted." Zie ook Lamfalussy (1981, p. 194-195).



bemoeilijken<sup>4</sup>. Met effectieve kapitaalcontroles krijgen de autoriteiten meer manoeuvreerruimte om die doelstellingen simultaan te realiseren (§ 2.2)<sup>5</sup>.

Tenslotte zijn sommige kapitaalrestricties een uitvloeisel van binnenlandse regelgeving, die van oorsprong op andere doeleinden is gericht (§ 2.3).

## 2.1. Distorsies, externe effecten en maatschappelijke belangen

Bij vrij kapitaalverkeer zijn de economische agenten in staat om hun middelen optimaal te spreiden over binnenlandse en buitenlandse investerings- of beleggingsmogelijkheden. In de werkelijkheid zal maximalisatie van het particuliere rendement niet automatisch leiden tot de maatschappelijk gewenste uitkomst. Verschillen tussen het particuliere en het maatschappelijke rendement van kapitaalstromen kunnen bijvoorbeeld ontstaan door rigiditeiten in de reële economische sfeer, door belastingen en door een relatief laag ontwikkelingsniveau van de binnenlandse financiële markten<sup>6</sup>. Kapitaalrestricties zijn in deze gedachtengang gerechtvaardigd ter bescherming van maatschappelijke belangen.

Het maatschappelijke rendement van directe buitenlandse investeringen kan beduidend lager liggen dan het particuliere rendement. Dit geldt vooral als de kapitaalexporten ten koste gaan van de produktiecapaciteit, de economische groei en de werkgelegenheid in het binnenland. De directe buitenlandse investeringen zullen ook leiden tot een vermindering van de belastinginkomsten van de overheid<sup>7</sup>.

Het voorkomen van belastingvlucht is een belangrijk motief voor de beperking van het uitgaande beleggingsverkeer. Restricties op buitenlandse beleggingen van ingezetenen verhinderen tegelijkertijd het weglekken van binnenlandse besparingen. Dit laatste kan belangrijk zijn als de nationale financiële markten minder goed ontwikkeld zijn en als de binnenlandse kapitaalvragers geen toegang hebben tot de buitenlandse markten. Restricties waarborgen het aanbod van middelen op de binnenlandse kapitaalmarkt, zodat de overheid en het binnenlandse bedrijfsleven in hun financie-

4. In het algemeen wordt aangenomen dat alleen kortlopende, speculatieve kapitaalstromen 'destabiliserend' zijn. In werkelijkheid geeft een indeling in kort- en langlopende stromen geen goede classificatie voor het (de-)stabiliserende karakter van het kapitaalverkeer. De 'Technical Group on Disequilibrating Capital Flows' van het IMF (1974, p. 78-79) concludeert dat een goed criterium hiervoor ontbreekt. Stromen met een lange termijn karakter, zoals directe investeringen of het effectenverkeer, kunnen bestaande onevenwichtigheden vergroten. Daarentegen kan het korte verkeer de onevenwichtigheden compenseren en de aanzet geven voor evenwichtsherstellende beleidswijzigingen.
5. Uit het vervolg zal blijken dat deze argumenten in de praktijk het belangrijkste zijn; Giovannini (1989, p. 19) spitst zijn definitie voor kapitaalrestricties hier zelfs op toe: "I use the term 'capital controls' to denote various regulatory manipulations of the market mechanism which underlies the adjustment to external imbalances.(...) Controlling international financial transactions allows a country to gain limited freedom from the 'rules of the game' imposed by the domestic and international monetary system, by preventing or slowing down the adjustment that would occur if financial transactions were free."
6. Zie bijv. Modigliani (1972, p. 241): "...in a world in which net yields to private investors are affected in very large measure and in very complex ways by the entire fiscal system of the country..., and in which the structure of capital markets and the intermediaries operating therein exhibit vast differences, there is not even a *prima facie* case for the proposition that differences in private yields can be taken as meaningful indicators for differences in social returns."
7. Zie voor verschillende varianten op dit argument Cairncross (1973, p. 5-8).

ringsbehoeften kunnen voorzien tegen relatief lage kosten<sup>8</sup>. Om dezelfde reden zijn emissies van schuldtitels door niet-ingezetenen traditioneel streng gecontroleerd. Deze emissies zouden de opnamecapaciteit van de binnenlandse kapitaalmarkt te zwaar kunnen belasten. De emissiebeperkingen voor niet-ingezetenen vrijwaren tot op zekere hoogte, de binnenlandse ondernemingen en de overheid in hun beroep op de nationale kredietmarkt van buitenlandse concurrentie<sup>9</sup>.

Aan kapitaalimportzijde zijn directe investeringen van niet-ingezetenen in het binnenland gerestringeerd om het binnenlandse bedrijfsleven te beschermen tegen concurrentie op de produktmarkten. Het belang van dit argument is in de loop van de tijd verminderd in de geïndustrialiseerde wereld. Maar tot op heden behouden de autoriteiten uit verschillende landen zich het recht voor om investeringen van niet-ingezetenen in sectoren die van nationaal belang zijn, aan een goedkeuringsprocedure te onderwerpen, en om binnenlandse bedrijven in die sectoren te beschermen tegen een (vijandelijke) overname.

Het inkomende effectenverkeer is in het verleden wel gereguleerd om het gebruik van de binnenlandse valuta als internationaal beleggings- of reservemiddel in te dammen. De redenering hierachter is deze: naarmate schuldtitels, luidende in binnenlandse valuta, een groter deel uitmaken van de buitenlandse portefeuilles en van de officiële reserves van andere landen, zal het verloop van de wisselkoers en van de binnenlandse rente gevoeliger worden voor preferentiewijzigingen bij de portefeuillehouders in de rest van de wereld. Om die afhankelijkheid te voorkomen, hebben monetaire autoriteiten de vraag van niet-ingezetenen naar binnenlandse waardepapieren gerestringeerd. Zij zullen dan tegelijkertijd het gebruik van de binnenlandse valuta bij emissies op de internationale financiële markten, met name de Euromarkten, aan banden moeten leggen<sup>10</sup>.

## 2.2. Monetaire beleidsautonomie

Met kapitaalrestricties isoleren de monetaire autoriteiten van een land, de nationale geld- en kapitaalmarkt van de ontwikkelingen op de internationale financiële markten. Als de restricties effectief zijn, stellen zij de autoriteiten in staat om een onafhankelijk rente- of geldhoeveelheidsbeleid te voeren, zonder de tegenwerking van potentieel omvangrijke kapitaalstromen op te roepen.

In een stelsel met *onveranderlijk vaste* wisselkoersen verliezen de monetaire autoriteiten bij perfecte kapitaalmobiliteit hun interne beleidsautonomie. Ze zijn niet meer in staat om de groei

8. Ruding (1969, p. 144-147) wijst erop dat het belang van dit motief in de praktijk, varieert met de omvang van het begrotingstekort van de overheid, de ruimte op de binnenlandse kapitaalmarkt en de financieringsmogelijkheden in het buitenland. Voorzover de restricties leiden tot een verlaging van de rentelasten op de overheidsschuld is in feite sprake van een vorm van belastingheffing.
9. Het belang van dit argument in de werkelijkheid, moge blijken uit bepalingen in het Verdrag van Rome. Artikel 67 legt alle EG-lidstaten de verplichting op om het onderlinge kapitaalverkeer te liberaliseren, maar artikel 68.3 laat een uitzondering toe voor het geval andere landen en buitenlandse overheidsinstellingen een beroep willen doen op de nationale kapitaalmarkt. Zie EG (1989a, p. 7).
10. Zie OECD (1982, p. 51) en Deutsche Bundesbank (1985, p. 14-15 en 17).



van de geldhoeveelheid af te stemmen op de stand van de conjunctuur in het kader van de macro-economische stabilisatiepolitiek. Een aanpassing van hun beleid spoort, via een relatieve verandering in de binnenlandse rente, kapitaalstromen aan die het effect van de beleidswijziging op de binnenlandse liquiditeitsmassa ondermijnen. Gegeven de interventieplicht van de monetaire autoriteiten is een verkrappend monetair beleid niet effectief als ingezetenen in staat zijn om in het buitenland krediet op te nemen. Als de autoriteiten niet willen interveniëren om fluctuaties in de officiële reserves te beperken, kan de wisselkoers alleen gestabiliseerd worden door de binnenlandse rente aan te passen aan het internationale renteniveau. Met het sturen van de binnenlandse rente verliezen de autoriteiten echter de controle over de geldhoeveelheid. Door nu beperkingen op te leggen aan het rentegevoelige kapitaalverkeer met het buitenland, krijgen zij enige manoeuvreerruimte om tegelijkertijd de wisselkoers te stabiliseren en de geldhoeveelheid te sturen of de binnenlandse rente te handhaven op een niveau dat afwijkt van de rente in het buitenland<sup>11</sup>.

In een systeem met *vaste maar aanpasbare* wisselkoersen, zoals het Bretton Woods Stelsel of het Europese Monetaire Stelsel, hebben de monetaire autoriteiten in principe enige ruimte voor een autonoom beleid. Het binnenlandse monetaire beleid kan tot op zekere hoogte afwijken van de beleidslijn, die de andere deelnemers aan het wisselkoersmechanisme volgen. Binnen de afgesproken marges zijn immers wisselkoersfluctuaties toegestaan en in geval van (fundamentele) onevenwichtigheden zijn herschikkingen van de onderlinge pariteiten mogelijk. Maar deze voorzieningen bieden de monetaire autoriteiten niet veel armslag bij perfecte kapitaalmobiliteit. Maximaal gebruik van de onderlinge schommelmarges en frequente pariteitswijzigingen zullen in de financiële markten, twijfels doen rijzen omtrent de bereidheid van de autoriteiten om de wisselkoers te verdedigen<sup>12</sup>. Zodra het binnenlandse beleid niet consistent is met de externe randvoorwaarde zullen de marktparticipanten anticiperen op een herschikking. Verwachte wisselkoersherschikkingen geven aanleiding tot omvangrijke, speculatieve kapitaalstromen. Deze stromen zwellen in korte tijd aan omdat het verwachte rendement op een speculatieve valutapositie relatief hoog is, terwijl het risico dat de wisselkoersherschikking niet zal plaatsvinden, of dat de wisselkoers tegen de verwachting in zal veranderen steeds kleiner wordt<sup>13</sup>. Door middel van valutamarktinterventies en aanpassingen in de binnenlandse geldmarktrente kunnen de autoriteiten proberen de destabiliserende kapitaalstromen te keren. Als deze instrumenten niet toereikend zijn of, gezien interne be-

11. Steinherr & De Schrevel (1988, p. 127) wijzen erop dat het verlies aan monetaire beleidsautonomie in een kleine open economie met vaste wisselkoersen niet zozeer veroorzaakt, maar meer versterkt wordt door hoge kapitaalmobiliteit. De beleidsautonomie gaat namelijk al verloren bij arbitrage op de goederenmarkten. In de hier gehanteerde Mundell-Fleming analyse voor een kleine open economie met vaste wisselkoersen wint het budgettaire beleid overigens aan effectiviteit bij een stijging van de internationale kapitaalmobiliteit. Zie bijv. Stevenson e.a. (1988, p. 258-265).

12. Zie Wellink (1989, p. 22).

13. Calmfors (1980, p. 87) stelt in dit verband, dat de speculanten een "one-way bet" aangaan.

leidsdoelstellingen, ongewenste neveneffecten hebben, kunnen kapitaalrestricties verlichting bieden<sup>14</sup>. De restricties geven de autoriteiten in de praktijk voornamelijk enige tijdswinst. De speculatieve druk zal pas echt verdwijnen na een herschikking of na een wijziging in het binnenlandse economische beleid voorzover dit aanleiding gaf voor de verwachte wisselkoerserschikking<sup>15</sup>.

In een regime van *beheerst zwevende* wisselkoersen doet zich in feite hetzelfde beleidsdilemma voor; het verschil met de voorafgaande stelsels is dat de monetaire autoriteiten niet verplicht zijn om te interveniëren op de valutamarkten. Meer vrijheid ten aanzien van de wisselkoersdoelstelling stelt hen in staat om, bij dreigende conflicten, voorrang te geven aan interne beleidsoverwegingen.

Bij *vrij zwevende* wisselkoersen is de groei van de binnenlandse geldhoeveelheid in principe beheersbaar door de monetaire autoriteiten. In de praktijk is de interne beleidsautonomie in een systeem van zwevende wisselkoersen evenwel beperkt gebleken<sup>16</sup>. Pleidooien voor de regulering van het korte kapitaalverkeer baseren zich hier vooral op de negatieve effecten van sterke wisselkoersschommelingen op de nationale economie<sup>17</sup>. De oorzaak van de overmatige volatiliteit hoeft niet te liggen in irrationeel of kortzichtig gedrag van valutaspeculanten. Onevenwichtig hoge schommelingen kunnen ook het gevolg zijn van de verschillende snelheden waarmee financiële markten en goederenmarkten ruimen. In de financiële markten zijn de transactiekosten laag, verspreid nieuwe informatie zich snel en is de aanpassingsnelheid van de prijzen, met name de rente en de nominale wisselkoers, hoog. Bij relatief starre prijzen en lonen vindt de ruiming van de goederenmarkten en de arbeidsmarkt trager plaats. Hierdoor gaat het evenwichtsherstel, na een exogene schok of een beleidsimpuls, gepaard met een overreactie van de prijzen op de financiële markten. In concreto betekent dit, dat de reële wisselkoers op korte termijn voorbij zijn lange termijn evenwichtswaarde schiet<sup>18</sup>. De zg. 'overshooting' van de reële wisselkoers kan negatieve gevolgen hebben voor de economische ontwikkeling van het land. Dit komt vooral tot uiting bij een reële appreciatie, die, via een verslechtering van de concurrentiepositie, kan leiden tot een langdurige stijging van de werkloosheid en tot politieke pressie voor handelsprotectionisme. Daarnaast werkt de hoge wisselkoersvolatiliteit door op het binnenlandse inflatieproces en vergroot de valutaire onzekerheid de kans op een suboptimale allocatie van middelen door investeerders en

14. De Boissieu (1988, p. 63) wijst de "Italian solution" voor destabiliserende kapitaalstromen af. Ruimere marges en frequente herschikkingen tasten de essentie van het valutastelsel aan met het risico op "the worst of both worlds - the instability of flexible rates and the unsustainability of fixed rates". Immers, het effect van flexibeler wisselkoersen op speculatie ligt niet op voorhand vast. Zie IMF (1974, p.84).

15. Dit argument voor restricties keert regelmatig terug in beschouwingen over het EMS: "Since the timing and the magnitude of realignments is usually to some extent anticipated by agents in financial markets it follows that in the absence of capital controls the anticipation of a large realignment would have led to massive and potentially disruptive capital flows. This observation is the basis for the argument that the EMS would not have survived without capital controls." - Gros & Thygesen (1992, p. 115).

16. "There is certainly one thing the experience with flexible rates has done and that is to disillusion even the true believer on the subject of monetary sovereignty under flexible rates." - Dornbusch (1986a, p. 33).

17. Zie bijvoorbeeld Tobin (1978) en Dornbusch (1986a).

18. Dornbusch (1976) laat in een model voor een kleine open economie, zien dat een monetaire impuls leidt tot 'overshooting' van de reële wisselkoers, bij rationele (i.e. modelconsistente) verwachtingen, perfecte kapitaalmobilititeit en relatief trage aanpassing van de goederenmarkten. Frenkel & Rodriguez (1982) veralgemenen de analyse van Dornbusch door de mate van kapitaalmobilititeit te variëren. Bij imperfecte mobiliteit verdwijnt het 'overshooting'-verschijnsel.



beleggers<sup>19</sup>. Kortom, de reglementering van kapitaalstromen berust hier op het zg. 'second best'-argument uit de welvaartstheorie: als er hardnekkige rigiditeiten zijn in bepaalde markten, dan kan het voor de economie als geheel wenselijk zijn om snelle aanpassingen in andere markten op kunstmatige wijze te vertragen<sup>20</sup>.

### 2.3. Binnenlandse regelgeving

Tenslotte kunnen kapitaalbelemmeringen voortvloeien uit binnenlandse regelgeving die primair op andere doeleinden is gericht. De maatregelen hebben als het ware een bijkomend effect op de internationale kapitaalstromen, maar daarom hoeft dit effect nog niet verwaarloosbaar klein te zijn. Het onderscheid tussen restricties die primair gericht zijn op de controle van het kapitaalverkeer en maatregelen die hierop een onbedoeld neveneffect hebben, is in de praktijk niet altijd duidelijk en derhalve wel eens arbitrair<sup>21</sup>.

Tot de bedoelde maatregelen behoren onder andere officiële richtlijnen voor de internationale portefeuillespreiding van institutionele beleggingsinstellingen zoals levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. De richtlijnen beogen in eerste instantie de belangen van de particuliere spaarders en verzekerden te beschermen, door de solvabiliteit en de liquiditeit van de instellingen te waarborgen tegen overmatige wisselkoersrisico's. Voorschriften met betrekking tot de valuta-samenstelling van de activaportefeuille van de instellingen zijn vereist, omdat hun (toekomstige) verplichtingen jegens de binnenlandse spaarders en verzekerden, hoofdzakelijk luiden in termen van de nationale valuta<sup>22</sup>. De nadere invulling van het toezicht verschilt per land. In sommige landen zijn de voorschriften niet bindend; de instellingen volgen zelf al een conservatief portefeuille-beleid<sup>23</sup>. Maar als het feitelijke aandeel van de buitenlandse waarden in de beleggingportefeuilles van deze instellingen, de gestelde limiet bereikt, is het toezicht de facto, een restrictie op het uitgaande kapitaalverkeer.

Op analoge wijze zijn er voorschriften voor banken die een neveneffect hebben op internationale kapitaalstromen. Hierbij kan gedacht worden aan regels voor de netto valutapositie van banken. De voorschriften zijn een onderdeel van het bedrijfseconomische toezicht en richten zich primair

19. Zie Dornbusch (1986b, p. 210-218).

20. Zie bijvoorbeeld Artis & Taylor (1990, p. 165). Tobin (1978, p. 157-158) gaat een stap verder door te betwijfelen of de financiële markten efficiënt zijn in de "deeper economic-informational sense (...) In the ideal world of rational expectations, the anthropomorphic personified 'market' would base its expectations on informed estimates of equilibrium exchange rates. Speculation would be the engine that moves actual rates to the equilibrium set. (...) In the absence of any consensus on fundamentals, the markets are dominated (...) by traders in the game of guessing what other traders are going to think. (...) So I must remain skeptical that the price signals these unanchored markets give are signals that will guide economies to their true comparative advantage, capital to its efficient international allocation, and governments to correct macroeconomic policies. That is why we need to throw some sand in the well-greased wheels."

21. Dit bemoedigt een sluitende classificatie van kapitaalcontroles. Zie bijv. OECD (1982, p. 13-15).

22. Anders wordt het als de beleggingsvoorschriften erop gericht zijn om binnenlandse besparingen te kanaliseren naar binnenlandse kapitaalvragers (i.e. de overheid). Zie Ruding (1969, p. 75).

23. Zie Davis (1988, p. 83) en Cooper (1991, p. 3-4).

op de handhaving van het valuta-evenwicht op de balans van banken<sup>24</sup>. Een onderscheid tussen maatregelen uit hoofde van het bedrijfseconomische toezicht en het monetaire toezicht is hier evenwel op zijn plaats. In het kader van het monetaire toezicht zijn in de loop van de tijd vele kapitaalcontroles ontwikkeld die aangrijpen bij de balans van banken. Het doel van deze maatregelen is daarentegen, expliciet de beheersing van de liquiditeitstoevoer vanuit het buitenland. Twee voorbeelden zijn bovengrenzen voor het netto buitenlandse passief van de banken en (relatief hoge) minimumreserve-eisen ten aanzien van de deposito's van niet-ingezetenen<sup>25</sup>.

Een andere categorie van maatregelen die, min of meer onbedoeld, effect heeft op het kapitaalverkeer van een land, ligt op het gebied van de belastingen. Het betreft hier met name bronheffingen op inkomsten uit beleggingen in effecten, zoals koerswinsten, dividenden of rente-opbrengsten. Als de bronbelastingen alleen op fiscale overwegingen berusten, zal er geen reden zijn voor een verschillende behandeling van ingezetenen en niet-ingezetenen. Gelijke nominale tarieven voor ingezetenen en niet-ingezetenen garanderen echter niet een gelijke fiscale behandeling. Het effectieve tarief voor een niet-ingezetene is mede afhankelijk van de mogelijkheden die hem ter beschikking staan om de bronheffing terug te vorderen in het bronland of, om deze te verrekenen met de belastingschuld in zijn domicilieland. Als deze mogelijkheden niet bestaan, bijvoorbeeld door het ontbreken van een (op dit punt toereikend) belastingverdrag tussen de twee landen, worden de effectenopbrengsten van de niet-ingezetene dubbel belast<sup>26</sup>. In het geval dat een dubbele belastingheffing wel vermeden kan worden, zijn meestal kosten gemoeid met de afwikkeling van de benodigde formaliteiten. Het kostenverhogende effect van de belastingen heeft in werkelijkheid een grote invloed op internationale kapitaalstromen<sup>27</sup>. Tenslotte is hier ook de eerder gemaakte kanttekening op zijn plaats. Een verschillende fiscale behandeling van ingezetenen en niet-ingezetenen in één land duidt in veel gevallen op maatregelen die doelbewust het kapitaalverkeer trachten te sturen<sup>28</sup>.

24. Pecchioli (1983, p. 189-192) geeft een overzicht van de regels voor de netto-valutapositie van banken in OESO-landen aan het begin van de jaren tachtig. In de meeste landen mogen de banken aan het eind van elke dag geen open positie innemen op de valuta(termijn)markt boven een vastgestelde grens. In sommige landen, o.a. Nederland, zijn de banken relatief vrij; zij worden geacht geen onverantwoorde risico's te nemen en de toezichhouder kan hen, indien nodig, aanwijzingen geven om posities af te dekken.
25. Vanaf 1 augustus 1964 gold voor het netto buitenlandse passief van elke Nederlandse bank een maximum van vijf miljoen gulden. Vergelijkbare restricties behoorden tot de kapitaalcontroles in Italië, Japan, Zweden, België en Frankrijk. In West-Duitsland en Zwitserland zijn verschillen aangebracht in de (marginale) minimumreserve-eisen op deposito's van ingezetenen en niet-ingezetenen. Zie Mills (1976b).
26. Als de belegger in zijn domicilieland geen belasting betaalt, omdat hij vrijgesteld is van belasting of omdat hij geen aangifte doet van zijn buitenlandse effecteninkomsten, bieden bilaterale belastingverdragen geen verlichting. De bronbelasting is dan tevens de eindheffing over de inkomsten. Zie Ruding (1969, p. 62-65).
27. Een recente illustratie is het voornemen van de Duitse regering aan het eind van 1987, om met ingang van 1 januari 1989, een 10% bronbelasting te heffen over de rente-inkomsten op DM-obligaties van zowel ingezetenen als niet-ingezetenen portefeuliehouders. Het gevolg was dat zij massaal uit DM-obligaties gingen. In het Duitse obligatieverkeer met het buitenland resulteerde een netto-export van \$ 39,1 miljard in 1988 ten opzichte van een netto-export van \$ 12,9 miljard in 1987. De bronheffing is per 1 juli 1989 weer ingetrokken. Zie Goldstein e.a. (1991, p. 22) en Turner (1991, p. 58).
28. In West-Duitsland gold van maart 1965 tot augustus 1984 alléén voor niet-ingezetenen een bronbelasting van 25% op hun rente-inkomsten uit Duitse schuldtitels. De zg. 'Kuponsteuer' doelde direct op beperking van kapitaalimporten. Zie Deutsche Bundesbank (1985, p. 18). Een tweede illustratie van een discriminerende, fiscale behandeling van niet-ingezetenen is het hogere zegelta-



### 3. Vormgeving en effectiviteit van de kapitaalrestricties

De argumenten voor kapitaalrestricties berusten op de veronderstelling dat de controles effectief zijn. Maatregelen tegen bepaalde kapitaaltransfers verliezen aan effectiviteit als de economische agenten kunnen uitwijken naar niet gereguleerde, nauwe substituten voor de betreffende transacties. Als de financiële markten inventief zijn in het vinden van dergelijke vluchtwegen resulteert de wens om een doeltreffend controle-systeem te handhaven, in een uitbreiding van het aantal voorschriften. Een en ander geldt temeer als de autoriteiten vrij algemene doeleinden, zoals het behoud van beleidsautonomie, proberen te realiseren met specifieke maatregelen.

Bij het ontwerp van de deviezenwetgeving staan twee verschillende wegen open voor de autoriteiten van een land. In een zg. *negatief stelsel* zijn alle vormen van kapitaalverkeer tussen ingezetenen en niet-ingezetenen verboden, tenzij transacties expliciet worden toegestaan. Kapitaalstromen zijn in dit systeem afhankelijk van uitzonderingsbepalingen. Het kan daarbij gaan om voorwaarden met een algemeen karakter die voor langere tijd gelden, maar het is ook denkbaar dat elke transactie apart toestemming vereist. In een zg. *positief stelsel* geldt het omgekeerde: in principe is alle kapitaalverkeer met het buitenland vrij, maar de autoriteiten behouden de bevoegdheid om, gezien de omstandigheden, bepaalde kapitaaltransfers te reguleren. In theorie kan een land met een negatief stelsel eenzelfde liberaliseringsgraad bereiken als een land met een positief stelsel. Toch bestaan er verschillen. Op de eerste plaats wordt een negatief stelsel minder doorzichtig naarmate de liberalisering van het kapitaalverkeer voortschrijdt. Op de tweede plaats ligt het politiek risico voor de marktparticipanten in een negatief stelsel hoger. Het is voor de autoriteiten relatief eenvoudig om een eerder verleende toestemming voor kapitaaltransacties in te trekken. Daarentegen staat in een positief stelsel het beginsel van vrij kapitaalverkeer centraal; de invoering van nieuwe controles vergt van de autoriteiten een goede motivatie, omdat ze afwijken van het grondbeginsel<sup>29</sup>.

In de afgelopen decennia is een grote hoeveelheid controletechnieken ontstaan. De variëteit komt tot uitdrukking in verschillende maatregelen voor kapitaalimporten en kapitaalexporten, voor de activiteiten van ingezetenen en niet-ingezetenen, voor transacties van de bancaire en de niet-bancaire sector, en voor de diverse soorten kapitaalverkeer. Gegeven deze verscheidenheid kan een

rief dat niet-ingezetenen (0,3% tegenover 0,15% voor ingezetenen) in Zwitserland verschuldigd zijn bij een emissie van waardepapieren in Zwitserse francs. Zie Christensen (1986, p. 37) en OECD (1992, p. 98-99).

29. Zie Ruding (1969, p. 56-57). In de jaren zestig hebben de Verenigde Staten, West-Duitsland, Frankrijk en Zwitserland al een positief systeem. Japan, Groot-Brittannië en Italië volgen een negatief systeem. Met de 'New Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law' schakelde Japan in december 1980 over op een positief systeem. In Nederland vestigde het Deviezenbesluit van 1945 een negatief stelsel, dat in 1981 vervangen is door een positief systeem met de Wet Financiële Betrekkingen Buitenland.

globaal onderscheid gemaakt worden in twee categorieën, te weten directe en indirecte restricties<sup>30</sup>.

Op de eerste plaats kunnen de autoriteiten kwantitatieve restricties opleggen, waarmee op directe wijze de omvang van kapitaalbewegingen wordt gelimiteerd. In het meest extreme geval zijn transfers boven een bepaalde norm verboden. In een mildere vorm bestaan de *directe restricties* uit een goedkeuringsprocedure of een officieel vergunningenstelsel. De mate waarin de directe restricties het kapitaalverkeer belemmeren, hangt voor een groot deel af van de wijze waarop de toezichthouder deze procedure vorm geeft. Ook als de officiële goedkeuring een formaliteit is, kunnen internationale transacties door zo'n procedure vertraging oplopen. Daarnaast blijft voor de marktparticipanten het politieke risico bestaan dat de autoriteiten de procedure in de toekomst weer strenger gaan volgen.

In de tweede categorie vallen restricties die op indirecte wijze de omvang van het kapitaalverkeer beïnvloeden. De *indirecte restricties* leggen geen beperkingen op aan de vrijheid van ingezetenen en niet-ingezetenen om kapitaaltransfers te ondernemen. De autoriteiten proberen daarentegen de kapitaalstromen te controleren door de voorwaarden en de omstandigheden waaronder deze plaatsvinden te beïnvloeden. De maatregelen zijn erop gericht om de kosten van de transacties te verhogen en/of om het verwachte rendement op de transfers te verlagen, waardoor de marktpartijen zullen afzien van de voorgenomen transacties.

De keuze tussen directe en indirecte restrictiemethoden hangt van diverse factoren af, zoals de aard van het kapitaalverkeer, het achterliggende doel van de controle en de gereguleerde groep economische agenten. De vormgeving en de intensiteit van de reglementering verschilt uiteraard per land en per periode; sedert het begin van de jaren zestig zijn toch een aantal algemene tendensen te ontdekken in de toepassing van controles op de verschillende vormen van kapitaalverkeer in het OESO-gebied<sup>31</sup>.

De regulering van *directe investeringen* van niet-ingezetenen in bepaalde binnenlandse bedrijfstakken berust voornamelijk op industriepolitieke overwegingen. Hierbij past een goedkeuringsprocedure, waarin de betrokken beleidsautoriteiten bij elke investering beoordelen of deze niet strijdig is

30. Voor de tweedeling zie bijv. de Roos (1978, p. 147); De Boissieu (1988, p. 62) spreekt van "non-price"- en "price-mechanisms". Blundell-Wignall e.a. (1990, p. 149-152) onderscheiden behalve "rate/quantity- regulations" ook "powers-regulations". Hiermee bedoelen zij restricties op activiteiten van bijv. financiële instellingen, die bepaalde diensten niet mogen aanbieden in binnen- of buitenland. Voorzover deze regels kapitaaltransfers onmogelijk maken, vallen zij onder de categorie van directe restricties.

31. Mills (1976 a,b), Rosenberg (1983) en v. Gemert & Gruijters (1992, p. 19-28) bespreken de vormgeving van kapitaalrestricties aan de hand van concrete praktijkvoorbeelden. De algemene tendensen in het gebruik van controles voor de typen kapitaalverkeer zijn ontleend aan OECD (1990, p. 42-44). Speciale vormen van kapitaalverkeer zoals schenkingen, erfenissen, vermogenstransacties na immigratie en bij emigratie, de uitkering van levensverzekeringen e.d. blijven buiten beschouwing. Dit persoonlijke kapitaalverkeer is in de OESO-landen aan het begin van de jaren zestig al in hoge mate geliberaliseerd.



met andere nationale belangen<sup>32</sup>. De OESO-landen liberaliseren de directe buitenlandse investeringen van ingezetenen al in een vroeg stadium. Met de groei van de internationale handel gaan de autoriteiten namelijk inzien, dat buitenlandse vestigingen bijdragen tot een verbetering van de internationale concurrentiepositie van het bedrijfsleven. Als andere vormen van kapitaalverkeer onder streng toezicht staan, worden directe buitenlandse investeringen van ingezetenen ontzien. In plaats van directe restricties stellen de autoriteiten voorwaarden aan de financieringswijze van de buitenlandse investeringen. Ten tijde van betalingsbalanstekorten verplichten zij binnenlandse bedrijven om de benodigde middelen aan te trekken op buitenlandse financiële markten. De financieringsvoorwaarden voorkomen zo netto-kapitaalexporten<sup>33</sup>.

Bij het aantrekken van middelen in het buitenland zijn de bedrijven dan al snel aangewezen op de Eurokapitaalmarkt, want in de OESO-landen is de *emissie van aandelen en obligaties* in de nationale valuta door niet-ingezetenen, traditioneel strict gereguleerd. De regulering bestaat doorgaans uit een vergunningsplicht. Uitzonderingen worden gemaakt voor emissies van internationale instellingen, zoals de Wereldbank. Ook de binnenlandse richtlijnen, onder andere vormvoorschriften, informatievereisten, een zegelbelasting en een emissiekalender, belemmeren het grensoverschrijdend emissieverkeer.

Het *beursverkeer* is in het algemeen minder streng gecontroleerd dan het emissieverkeer. Niettemin zijn de effectentransacties op de secundaire markten onderworpen aan een grote diversiteit van directe en indirecte controles. De maatregelen lopen uiteen voor de verschillende soorten waardepapier en voor de verschillende marktparticipanten<sup>34</sup>. In het OESO-gebied komen restricties aan kapitaalexportzijde meer voor dan aan kapitaalimportzijde. Om beleggers te beschermen tegen malafide praktijken, zijn grensoverschrijdende transacties in officieel ter beurze genoteerde effecten vrijer dan transacties in niet-genoteerde waarden. In de regel leggen de OESO-landen geen beperkingen op aan de rechten van niet-ingezetenen om eenmaal belegde middelen te repatriëren.

Het internationale *krediet- en depositoverkeer* behoort tot de meest stringent geregleerde vormen van kapitaalverkeer<sup>35</sup>. De transfers worden uit reël economisch oogpunt van ondergeschikt

32. De Japanse regelingen uit de jaren zestig en zeventig zijn bijvoorbeeld zeer gedetailleerd. Ze specificeren onder andere de sectoren waarin geïnvesteerd mag worden, en het maximale aandeel van niet-ingezetenen in het eigen vermogen van de onderneming. Zie Feldman (1986, p. 146-147). Ook landen die op dit punt een liberaal beleid volgen, zoals Canada en Groot-Brittannië, handhaven tot op heden wetgeving voor directe binnenlandse investeringen en overnames door niet-ingezetenen. Zie OECD (1990, p. 43).

33. Een bekend voorbeeld is het Amerikaanse 'Foreign Direct Investment Program', dat van 1965 tot 1974 grenzen stelde aan de directe buitenlandse investeringen van bedrijven. Investerings op basis van buitenlandse middelen werden niet in de limieten verrekend. Dankzij deze uitzondering daalden de buitenlandse investeringen van Amerikaanse ondernemingen in deze periode nauwelijks. Zie Cairncross (1973, p. 43-50). Een recenter voorbeeld van deze (indirecte) financieringsrestrictie op buitenlandse investeringen van binnenlandse bedrijven is Frankrijk in de periode mei 1981 tot december 1985.

34. In verband met mogelijke speculatie tegen de lire mochten tot januari 1990 ingezetenen uit Italië bijv. niet beleggen in buitenlandse, vastrentende waarden met een resterende looptijd van minder dan zes maanden. Australië handhaafde tot juli 1981 uiteenlopende limieten voor beleggingsfondsen en voor particulieren, die in buitenlandse aandelen en onroerend goed wilden gaan. Zie Argy (1987, p. 115-116).

35. Zie OECD (1982) voor de algemene conclusies t.a.v. het internationale krediet- en depositoverkeer.

belang geacht. Bovendien is het gevaar vrij groot dat deze kapitaalstromen een destabiliserend karakter hebben. Ze lenen zich goed voor speculatie en ze ondermijnen al snel de realisatie van beleidsdoeleinden. Een groot gedeelte van de transfers verloopt via het bankwezen. Hierdoor worden de banken niet alleen ingeschakeld bij de registratie van de kapitaalstromen, maar ook bij de uitvoering van de controles ter zake.

In de reglementering van het internationale krediet- en depositoverkeer zijn twee algemene tendensen te onderscheiden. Op de eerste plaats speelt de valutadenominatie een rol: krediet- en depositotransacties in de nationale valuta worden strenger gecontroleerd dan transacties in vreemde valuta's. Op de tweede plaats passen de autoriteiten overwegend directe controletechnieken toe op transfers van niet-banken; particulieren hebben een vergunningplicht, als zij in het buitenland een deposito willen aanhouden of als zij aan niet-ingezetenen een krediet willen verstrekken. Voor de transacties van banken gelden in de regel flexibler voorschriften. De voorschriften berusten soms op een herenakkoord tussen de banken en de toezichthouder<sup>36</sup>. De bepalingen voor het (inter-)bancaire verkeer in vreemde valuta's zijn relatief mild. De autoriteiten hebben door het bedrijfs-economisch toezicht een vrij goed zicht op de activiteiten van de relatief kleine groep banken en op deze wijze stellen zij de banken in staat om concurrerend te participeren in de eurovalutamarkten. De reglementering beoogt doorgaans het effect van het bancaire kapitaalverkeer op de binnenlandse liquiditeitenmassa te beperken. Daartoe hebben de restricties betrekking op de netto-valutapositie of het netto buitenlandse passief van de banken. Ten tijde van omvangrijke liquiditeitstoevoer uit het buitenland, komen kwantitatieve limieten op de (bruto) buitenlandse passiva van de banken ook voor<sup>37</sup>. Tot de indirecte maatregelen behoren onder meer een verhoging van (marginale) minimumreserve-eisen en een verlaging van rente-plafonds op deposito's van niet-ingezetenen.

De liberalisatie van internationale *handelskredieten* heeft in de OESO-landen vanouds een hoge prioriteit. Beperkingen op dit type kapitaalstromen beletten exporteurs en importeurs van goederen en diensten immers, om handelsbetrekkingen met niet-ingezetenen aan te knopen onder de normale betalingsvoorwaarden. Niettemin hebben sommige landen in het verleden regels opgelegd aan de voorwaarden van de handelskredieten, zoals de omvang, de termijn en de financieringswijze van het krediet. Dit geldt met name voor landen waar andere vormen van internationaal kapitaalverkeer ook al onder toezicht staan. De handel met het buitenland biedt binnenlandse ondernemingen in zo'n geval, de laatste mogelijkheid om renteversillen met het buitenland uit te buiten, of om een speculatieve valutapositie in te nemen. Anticiperend op een wisselkoersverandering zullen zij

36. In de V.S. beperkten banken 'vrijwillig' de groei van hun kredieten aan niet-ingezetenen onder het zg. 'Voluntary Credit Restraint Program'. Het programma liep van 1965 tot 1974 en was slechts gedeeltelijk succesvol; de banken leidden de kredietverlening om via buitenlandse vestigingen. Zie Cairncross (1973, p. 39-43). In de jaren zestig en zeventig sloot de Zwitserse centrale bank geregeld een 'gentlemen's agreement' met banken om geen rente te betalen op Zwitserse franc-deposito's van niet-ingezetenen. Zie Mills (1976b, p. 199-200).

37. Zie Mills (1976a, p. 148-150).



betalingen of ontvangsten uitstellen met kredieten, dan wel kredieten vervroegd aflossen. Aangezien het overgrote deel van de internationale handelstransacties gefinancierd wordt met kredieten, kunnen op deze wijze in korte tijd grote kapitaalstromen op gang komen. De autoriteiten van sommige landen hebben hierdoor bij tijd en wijle de noodzaak gevoeld om als sluitstuk van hun controle-stelsel ook handelskredieten aan voorschriften te onderwerpen<sup>38</sup>.

Enigzins vooruitlopend op de bespreking van de liberaliseringsgeschiedenis zijn een aantal opmerkingen over de effectiviteit van kapitaalrestricties te maken. Een eenduidige evaluatie of kosten/baten-analyse van de maatregelen is om diverse redenen niet eenvoudig. Om te beginnen is er een verschil tussen de effectiviteit van maatregelen in technische zin en in economische zin. Bovendien ligt de verhouding tussen de voor- en de nadelen van restricties op korte termijn anders dan op lange termijn<sup>39</sup>.

In de regel zijn de autoriteiten wel in staat om door middel van directe of indirecte controles specifieke kapitaalstromen te beheersen of bij te sturen. In de enge, technische zin zijn de controles dan effectief. Belangrijker is echter of de beperkingen bijdragen tot de realisatie van de achterliggende beleidsdoeleinden. De economische effectiviteit hangt van verschillende factoren af en, niet op de laatste plaats, van de oorspronkelijke doelstelling zelf.

De doelstellingen hebben vaak een algemeen karakter. Dit geldt bij uitstek, als de autoriteiten de restricties inzetten voor externe doeleinden zoals betalingsbalansevenwicht en wisselkoersstabiliteit of, in het verlengde daarvan, voor het behoud van interne beleidsautonomie in een systeem van vaste wisselkoersen. Naarmate de doelstellingen ruimer zijn, daalt de economische doeltreffendheid van specifieke maatregelen. Zoals uit het vervolg zal blijken, wijzen de ervaringen van verschillende landen uit dat de autoriteiten alleen in staat zijn om het kapitaalverkeer effectief te controleren als ze hun controle-stelsel in de loop van de tijd uitbouwen met nieuwe maatregelen.

De noodzaak om het controle-stelsel voortdurend uit te breiden, heeft een aantal oorzaken. Op de eerste plaats krijgen ingezetenen steeds meer mogelijkheden om de regulering te ontwijken door de groei van het internationale handelsverkeer, de opkomst van multinationale ondernemingen en het efficiëntere functioneren van de financiële markten<sup>40</sup>. Op de tweede plaats maken de economische agenten een leerproces door; naarmate een controle-systeem langer van kracht blijft, zal men meer investeren in technieken en constructies om de controles te ontwijken via nog niet gereguleerde vormen van kapitaalverkeer. Op den duur leert men ook sneller in te spelen op

38. Bekend zijn in dit verband de maatregelen in Frankrijk en Italië in de jaren zeventig en in de eerste helft van de jaren tachtig. Zie Neme (1986, p. 192) en Giavazzi & Giovannini (1989, p. 167-172).

39. Zie OECD (1982, p. 45-48).

40. Zie OECD (1990, p. 29-30). De mogelijkheden om de controles te ontwijken, zijn niet gelijk verdeeld over de marktparticipanten. De restricties discrimineren dan vooral de kleinere marktpartijen.



nieuwe restricties<sup>41</sup>. Op de derde plaats neemt de prikkel voor de marktparticipanten om de regulering te ontgaan, juist toe wanneer de autoriteiten behoefte hebben aan een sluitend stelsel, te weten op momenten van sterke speculatieve druk. De autoriteiten worden vooral op die momenten gedwongen de regelgeving te intensiveren en uit te breiden<sup>42</sup>.

De uitbreiding van het controle-stelsel brengt kosten met zich mee. Naarmate het financiële systeem van een land beter ontwikkeld is en er meer transacties met het buitenland komen, stijgen de kosten van het bureaucratische apparaat dat moet toezien op naleving van de voorschriften. Als de autoriteiten eenmaal gekozen hebben voor een omvangrijk apparaat en een zorgvuldige uitvoering van het controle-stelsel, blijkt het in de praktijk, vrij moeilijk om restricties in te trekken. Het gevolg is dat tijdelijk bedoelde maatregelen permanent worden, ook als de noodzaak voor de controle vervallen is<sup>43</sup>. Belangrijker zijn echter de kosten in de reële economische sfeer. Een waterdicht controle-systeem is alleen mogelijk als er ook beperkingen zijn op directe buitenlandse investeringen en op handelskredieten. In het algemeen erkent men dat hiermee de grens bereikt wordt; de beperkingen verzwakken de internationale concurrentiepositie van het bedrijfsleven en schaden de normale handelsbetrekkingen met het buitenland<sup>44</sup>.

Concluderend kan gesteld worden dat kapitaalrestricties vooral op korte termijn baten afwerpen. De maatregelen zijn dan uit technisch en economisch oogpunt nog effectief; ze bieden de beleidsmakers nog enig respijt ten tijde van onevenwichtigheden. Bij een langdurige toepassing van controles daalt de effectiviteit; de marktpartijen ontwikkelen nieuwe mogelijkheden om de beperkingen te omzeilen. Een voortdurende uitbreiding van het controle-stelsel brengt hoge kosten met zich mee. De kosten doen zich niet alleen voor in de administratieve sfeer. Tot de kosten behoren ook de gederfde voordelen van vrij kapitaalverkeer, zoals een efficiëntere allocatie van besparingen over de investeringen in de wereld en betere betalingsvoorwaarden in het handelsverkeer met het buitenland<sup>45</sup>. Tenslotte kunnen de kosten van kapitaalrestricties hoog uitvallen als het uitstel van een aanpassingsbeleid bij onevenwichtigheden op korte termijn, noodzaakt tot drastischer beleidsmaatregelen op lange termijn<sup>46</sup>.

De liberaliseringstrend die zich in de laatste twee decennia, in de geïndustrialiseerde wereld voltrokken heeft, is grotendeels verklaarbaar door de verminderde effectiviteit van kapitaalrestric-

41. Wihlborg (1982) bespreekt de verschillende vaste en variabele, interne en externe kostenfactoren voor ondernemingen die door middel van portfolio-management kapitaalrestricties trachten te ontlopen.

42. Szasz (1976, p. 173) wijst erop dat de uitbreiding van restricties ook een internationale dimensie heeft. Zodra een land geconfronteerd wordt met een sterke liquiditeitstoefvoer uit het buitenland, zal het restricties opleggen. Als de maatregelen succesvol zijn, zal de kapitaalstroom zich richten op andere landen, die op hun beurt kapitaalcontroles moeten invoeren.

43. "Once restrictions are adopted, one discovers quickly that the choice is either to apply them in a very crude way with the existing administrative apparatus or to expand that apparatus. The first choice implies wielding the blunt axe (...) once the latter choice is made it is quite difficult to switch controls on and off and to be flexible according to the needs of the moment." - Szasz (1976, p. 174).

44. Zie IMF (1974, p. 85) of OECD (1982, p. 47). Hier blijkt opnieuw dat de liberalisatie van het handelsverkeer prioriteit heeft boven de liberalisatie van het kapitaalverkeer.

45. Zie OECD (1990, p. 30).

46. Zie Calmfors (1980, p. 88-91) en V.d. Bergh (1987, p. 38).

ties en de veranderde houding van de beleidsautoriteiten ten aanzien van de wenselijkheid van kapitaalrestricties.

#### 4. De liberalisering van internationale kapitaalbewegingen

De liberalisering van het kapitaalverkeer komt na de Tweede Wereldoorlog traag op gang en laat zich niet omschrijven als een continu proces. Er is eerder sprake van een *gefaseerde* ontwikkeling; gekenmerkt door versnellingen, vertragingen en regionale verschillen. In samenhang met de ontwikkeling van de internationale monetaire orde en de internationale betalingsbalansverhoudingen kunnen *globaal* zes fasen onderscheiden worden in het naoorlogse financiële integratieproces<sup>47</sup>, namelijk:

- ◆ De wederopbouwfase 1945-'58: gekenmerkt door de prioriteit voor het herstel van de internationale handelsbetrekkingen (§ 4.2).
- ◆ De bloeitijd van het Bretton Woods Stelsel 1958-'63: de eerste golf van liberalisatiemaatregelen met betrekking tot het kapitaalverkeer (§ 4.3).
- ◆ Spanningen in het Bretton Woods Stelsel 1963-'73: de invoering van nieuwe restricties (§ 4.4).
- ◆ Flexibele wisselkoersen en de eerste oliecrisis 1973-'79: de kentering in de tendens om kapitaalstromen te controleren (§ 4.5).
- ◆ De versnelling van het liberalisatieproces 1979-'84: groeiende integratie behalve in het EMS (§ 4.6).
- ◆ Naar de volledige liberalisering van kapitaalstromen 1984-'92 (§ 4.7).

De ervaringen in de jaren dertig (§ 4.1) zijn van belang voor de inrichting van het naoorlogse monetaire systeem en voor de lage prioriteit die de beleidsautoriteiten daarin geven aan de liberalisering van (kortlopende) kapitaalbewegingen.

##### 4.1 De voorgeschiedenis: de nadagen van de Gouden Standaard (1925-1940)

De toepassing van kapitaalrestricties was niet vreemd tijdens de eerste gouden standaard periode (1880-1914)<sup>48</sup>. Het gebruik van controles krijgt voor het eerst een stelselmatig karakter tijdens

47. De eerste drie naoorlogse fasen (tot 1973) komen overeen met die van Lamfalussy (1981, p. 196 e.v.) en V.d. Bergh (1987, p. 17 e.v.). Vergelijk de indeling van Schwartz (1983, p. 17 e.v.) en Argy (1987, p. 107). In de hier gepresenteerde fasering wordt het post Bretton Woods tijdvak nader onderverdeeld.

48. In tijden van crisis paste men de regels van de klassieke gouden standaard aan. Bij omvangrijke goudexporten werd de convertibiliteit van papiergeld in goud tijdelijk opgeheven. Frankrijk garandeerde de convertibiliteit in goud overigens niet bij wet. Groot-Brittannië dat een centrale rol speelde in de gouden standaard, deed in het algemeen minder een beroep op restricties, maar het controleerde in 1906-1907 bijvoorbeeld wel de lange kredietverlening aan landen buiten de Gemenebest vanwege een zwakke



het interbellum. De gouden standaard functioneert in 1925-1931 niet meer zo goed als voorheen<sup>49</sup>. Een belangrijke oorzaak hiervoor is de slechte onderlinge afstemming van de goudpariteiten. Ondanks de verzwakte positie van de Britse economie, besluit men het pond uit prestige-overwegingen te stabiliseren op de vooroorlogse goudpariteit. De overwaardering van het pond en de onderwaardering van andere valuta's, met name de Franse franc, leiden tot langdurige betalingsbalansonevenwichtigheden en tot een ongelijke verdeling van de internationale goudvoorraad. De depressie van 1929 vergroot de onevenwichtigheden en verhoogt de politieke bereidheid om met het oog op nationale belangen, het handels- en kapitaalverkeer met het buitenland te reguleren. In 1931 krijgen de moeilijkheden een monetair karakter als de internationale kredietverlening aan Oostenrijk en Duitsland stukt. De vertrouwenscrisis op de financiële markten slaat over naar Groot-Brittannië. Speculatieve kapitaalvluchten en goudopvragingen dwingen Oostenrijk, Duitsland en Groot-Brittannië in 1931 om alle internationale betalingen aan restricties te onderwerpen<sup>50</sup>.

De deviezenrestricties krijgen in *Oostenrijk* en *Duitsland* een permanent karakter. *Duitsland* handhaaft formeel nog wel de goudpariteit van de Reichsmark, maar de beperkingen op de internationale betalingen zijn zo ingrijpend dat in feite geen sprake meer is van een vrije valutamarkt. De autoriteiten blokkeren de vorderingen van buitenlandse schuldeisers op speciale rekeningen waarover slechts op nauwkeurig omschreven wijze kan worden beschikt. Ze leiden de handelsbetalingen buiten de valutamarkt om door middel van bilaterale akkoorden met de handelspartners. Daarnaast introduceren ze in 1934 een meervoudig wisselkoersstelsel met zg. Aski-marken voor de handel in (specifieke) goederen met het buitenland<sup>51</sup>. In de loop van de jaren dertig gaan ook

betalingsbalanspositie. Duitsland en Frankrijk stuurden het internationale kredietverkeer regelmatig. Zie Giovannini (1989, p. 19-21) en Eichengreen (1990, p. 6-9).

49. Strict genomen is er sprake van een gouden kernstandaard aangevuld met zg. goudwisselpolitiek. Zie Korteweg & Keesing (1979, p. 102). In verband met een gebrek aan goudvoorraden, doet de Genoa-conferentie (1922), centrale banken van de deelnemende landen de aanbeveling om niet alleen goud als monetaire reserve aan te houden, maar ook liquide vorderingen in elkaars valuta. In de praktijk kiest men meestal voor vorderingen ('gouden wissels') op Engeland. In de loop van de periode wisselen sommige deelnemers (Duitsland) hun deviezenreserves om in goud of dreigen dit te doen (Frankrijk), hetgeen een voortdurende bedreiging vormt voor het systeem. Zie Argy (1981, p. 18). Yeager (1976, p. 310-376) geeft een uitgebreide analyse van de economische en monetaire ontwikkelingen tijdens het interbellum.
50. Directe aanleiding voor de vertrouwenscrisis vormen de solvabiliteitsproblemen van de Oostenrijkse "Credit-Anstalt"-bank in mei 1931. De 'run' op het bankwezen en de vlucht van kapitaal naar het buitenland dwingen Oostenrijk een beroep te doen op kredietverlening door andere landen. Frankrijk weigert zolang Oostenrijk een tonie wil vormen met Duitsland. Door de herstelbetalingen is de financiële positie van Duitsland slecht. De situatie wordt in juni 1931 precair. Het faillissement van de Duitse "Darmstädter und Nationalbank" zet aan tot een vlucht uit de mark. De Duitse autoriteiten introduceren daarop kapitaalrestricties. In augustus volgt na internationaal overleg, een bevrozing van de Duitse korte schuldpositie aan buitenlandse banken. De maatregelen treffen vooral het Britse bankwezen dat op grote schaal kredieten aan Duitse banken en bedrijven heeft uitstaan. Uit angst voor problemen bij Londense banken trekken crediteuren hun sterlingdeposito's terug. In twee weken verliest de Bank of England een kwart van haar goud- en dollarreserves. De markten betwijfelen of de Britse "Labour"-regering bereid is om het disconto te verhogen en de goudpariteit van sterling te verdedigen; het zg. Macmillan rapport draagt aan de twijfel bij door te waarschuwen voor de zwakke positie van London als financieel centrum en door te pleiten voor een ruimer monetair beleid. De kapitaalvlucht dwingt de Britse autoriteiten de gouden standaard te verlaten op 20 september 1931. Zie Yeager (1976, p. 339-341), Argy (1981, p. 19) en Brown (1987, p. 2-4).
51. Zie Yeager (1976, p. 366-371) en Korteweg & Keesing (1979, p. 109) voor de Duitse deviezenregelingen in de jaren dertig. Aski is een afkorting voor: "Ausländer-Sonderkonten für Inlandszahlungen". Er komt een grote variëteit aan Aski-marken in omloop voor de import van goederen die Duitsland zelf niet kan maken. De import van koffie en katoen wordt bijv. verrekend in koffië- en katoenmarken, die door niet-ingezetenen alleen aangewend mogen worden voor de aankoop van bepaalde Duitse producten.

*Italië* (1934) en *Polen* (1936) over tot permanente stelsels van deviezencontroles.

De andere landen doen in mindere mate en slechts tijdelijk een beroep op deviezenreglementering. Ze besluiten in plaats daarvan de gouden standaard op te geven. Tijdens de sterlingcrisis van september 1931 slinkt de goudvoorraad van *Groot-Britannië* door opvragingen zo ver, dat de autoriteiten de goudprijs moeten loslaten. Na het verlaten van de gouden standaard deprecieert het pond fors<sup>52</sup>. Het Britse voorbeeld vindt navolging in de *Scandinavische* landen (september 1931), *Japan* (december 1931) en de *Verenigde Staten* (april 1933). De overstap betekent niet dat de valuta's volledig vrij gaan zweven. De meeste landen richten een wisselkoersegalisatiefonds op en koppelen hun valuta aan de ontwikkeling van het pond (het sterlingblok) of aan de dollar (het dollarblok). In de praktijk is het beleid van de fondsen erop gericht om een appreciatie van de eigen valuta te voorkomen en om een gunstige concurrentiepositie te verwerven op de goederenmarkten. Halverwege de jaren dertig gaat de valutaconcurrentie vooral ten koste van het continentale goudblok. *Frankrijk*, *België*, *Nederland* en *Zwitserland* handhaven vooralsnog de goudpariteit van hun valuta's. Ondanks importbeperkende maatregelen verslechtert hun lopende rekeningpositie; de binnenlandse aanpassingspolitiek veroorzaakt een hoge werkloosheid en politieke onrust. Hierdoor daalt het vertrouwen van de financiële markten in het vermogen van het goudblok om hun valuta's op de goudpariteit te handhaven. Speculatie tegen de franc brengt de Belgische autoriteiten ertoe om restricties in te voeren en de franc te devalueren in april 1935. Na de devaluatie van de Franse franc in 1936 richt de speculatie zich tegen de Zwitserse franc en de Nederlandse gulden<sup>53</sup>. Ook deze landen verlaten de gouden standaard. Vanaf oktober 1936 gaan de egalisatiefondsen van *Groot-Britannië*, de *Verenigde Staten* en *Frankrijk* samenwerken om valutaconcurrentie, handelsprotectionisme en deviezenreglementering terug te dringen. In november sluiten *Nederland*, *België* en *Zwitserland* zich bij deze groep aan.

Zoals uit het voorgaande blijkt, spelen speculatieve kapitaalstromen een prominente rol in de nadagen van de gouden standaard. Bij relatief lage rentevoeten als gevolg van de lage economische groei in de dertiger jaren, zijn wisselkoersverwachtingen hun belangrijkste drijfveer. Het 'vagabonderende kapitaal' heeft een destabiliserend effect; de stromen vergroten betalingsbalansonevenwichtigheden en ze dwingen landen om te devalueren of om de gouden standaard te verla-

52. Tot maart 1932 blijven er deviezenbeperkingen bestaan, maar daarna worden de controles versoepeld. In de jaren dertig beperken de Britse restricties vooral het uitgaande effectenverkeer. Directe buitenlandse investeringen van ingezetenen zijn relatief vrij. Emissies van niet-ingezetenen op de Londonse kapitaalmarkt worden scherp gecontroleerd; de schaarse binnenlandse besparingen worden zoveel mogelijk gereserveerd voor investeringsprojecten van Britse bedrijven. Zie Cairncross (1973, p. 57).

53. Om de speculatieve druk te weerstaan wijzigt de Nederlandsche Bank in 1935-1936 zeventien maal haar tarieven. Op 26 september 1936 verlaat *Nederland* de gouden standaard en in enkele dagen daalt de goudwaarde van de gulden met 20%. Zie Boeschoten (1992, p. 29).



ten<sup>54</sup>.

De slechte ervaringen die in de jaren dertig zijn opgedaan met protectionisme, valutaconcurrentie, wisselkoersvolatiliteit en destabiliserende kapitaalstromen drukken hun stempel op de onderhandelingen over het naoorlogse internationale monetair systeem. Alles is erop gericht om te komen tot een stelsel waarin de internationale handel onbelemmerd kan gedijen. Vaste wisselkoersen zijn daarbij belangrijk, maar de handhaving ervan mag geen loden last zijn voor het interne beleid. Over de regulering van het internationale kapitaalverkeer lopen de meningen uiteen.

De Verenigde Staten pleiten voor volledige vrijheid van alle internationale betalingen. In hun visie zou alleen in uitzonderlijke situaties, een rol weggelegd zijn voor kapitaalrestricties<sup>55</sup>. Het Britse voorstel houdt terdege rekening met een zwakke economische positie na de oorlog. Het plan Keynes hecht sterk aan interne beleidsautonomie; elk land zou vrij moeten zijn om het gewenste werkloosheidsniveau te kiezen. De mogelijkheid om kapitaalstromen te reguleren beschouwt het als de logische consequentie van dit doel<sup>56</sup>. Om de effectiviteit van de controles van één land te verhogen, pleit het plan voor samenwerking tussen de lidstaten bij het reguleren van de kapitaalstromen. De effectiviteit van de maatregelen vereist bovendien dat alle internationale transacties onder officieel toezicht staan. Dit toezicht mag de lopende rekeningtransacties in principe niet hinderen. Evenmin is het de bedoeling om investeringsgebonden ofwel productief kapitaalverkeer met een stabiliserend karakter te belemmeren<sup>57</sup>.

In het eindresultaat van deze onderhandelingen, te weten de 'Articles of Agreement' van het IMF, ligt de prioriteit bij de liberalisering van de internationale betalingen die voortvloeien uit de handel in goederen en diensten<sup>58</sup>. Formeel krijgt het IMF geen zeggenschap over de inzet van

54. Zie Yeager (1976, p. 372-375) en Korteweg & Keesing (1979, p. 116); Aan het eind van de jaren dertig komen de 'hot money flows' ook door politieke motieven op gang; door de oorlogsdreiging loopt de spanning in Europa op en ontstaat een hoge kapitaalvlucht naar de Verenigde Staten vanaf 1938. Na de oorlogsverklaring in september 1939 stellen Groot-Brittannië en Frankrijk alle internationale transacties onder officieel toezicht. Eind maart 1940 zijn alleen de Amerikaanse dollar, de gulden, de Belgische en de Zwitserse franc nog vrij van deviezenrestricties.

55. Zie Gold (1977, p. 7) en Epstein & Schor (1989, p. 2-5).

56. Zo schrijft Keynes aan R. Harrod in een brief, d.d. 19 april 1942: "I disagree most strongly with your view that the control of capital movements may very possibly be unnecessary (...) In my view the whole management of the domestic economy depends upon being free to have the appropriate rate of interest without reference to the rates prevailing elsewhere in the world. Capital control is a corollary to this." - Keynes (1980, p. 148-149).

57. "I share the view that central control of capital movements both inward and outward, should be a permanent feature of the post-war system. If it is to be effective, it involves the *machinery* of exchange control for *all* transactions, even though a general open license is given for all remittances in respect to current trade (...) But control of this kind will be much harder to work...by unilateral action than as part of a uniform multilateral agreement by which capital movements can be controlled *at both ends* (...) This should not mean that the era of international investment should now be brought to an end (...) The object...is to have a means of distinguishing (a) between...genuine new investment for developing the world's resources; and (b) between movements, which will help to maintain equilibrium, from surplus countries to deficiency countries and speculative movements or flights out of deficiency countries or from one surplus country to another." - Keynes (1980, p. 52-53) in 'Proposals for an International Currency Union'.

58. Artikel I van de IMF-statuten noemt als één van de doeleinden van het Fonds, de afschaffing van alle deviezenrestricties, die de groei van de wereldhandel hinderen. Daarentegen laat artikel VI.3, de lidstaten vrij in de reglementering van internationale kapitaalstromen, mits de controles geen belemmering vormen voor lopende transacties. Hiermee wordt volgens artikel XXX.d, bedoeld op betalingen die voortvloeien uit handelstransacties (in goederen en diensten), rentebetalingen op leningen en in beperkte mate aflossingen van leningen, afschrijvingen op directe investeringen en inkomstenoverdrachten in familie-verband. Zie IMF

kapitaalbelemmeringen door lidstaten. Het IMF kan hen niet verplichten restricties af te schaffen, maar ook niet om restricties toe te passen. Zolang de lidstaten lopende rekeningstransacties niet hinderen, zijn ze vrij om kapitaaltransfers te reguleren. De lidstaten mogen ook buiten IMF-verband afspraken maken over de toepassing van controles<sup>59</sup>. In de praktijk zal het IMF een liberale houding aannemen ten aanzien van internationale kapitaalstromen<sup>60</sup>.

#### 4.2 De wederopbouw: herstel internationale handelsbetrekkingen (1945-1958)

Na de oorlog komt het internationale betalingsverkeer moeizaam op gang. De produktiecapaciteit en de exportmogelijkheden van Europa en Japan zijn sterk gedaald, terwijl de behoefte aan importen, met name vanuit de Verenigde Staten, in verband met de wederopbouw groot is. Om de beschikbare reserves optimaal te benutten gaat de reglementering van internationale betalingen ver. De geldeenheden van Japan en de Europese landen zijn nog niet convertibel; zonder toestemming en tussenkomst van de monetaire autoriteiten is het niet mogelijk om vreemde valuta's te kopen voor transacties in goederen, diensten en financiële activa met niet-ingezetenen<sup>61</sup>.

Het *handelsverkeer* met andere landen (muv. de VS) verloopt in het begin van deze fase via bilaterale akkoorden. In zo'n akkoord garanderen de twee landen elkaar handelsbetrekkingen en maken zij afspraken over wederzijdse kredietfaciliteiten bij onevenwichtigheden in de onderlinge betalingen. Aan het eind van de jaren veertig vormt het netwerk van bilaterale akkoorden een knelpunt voor de groei van de Europese handel. In het kader van de Organisatie voor Europese Economische Samenwerking (OEES) worden initiatieven genomen om de handel te stimuleren. Met steun van het Marshall Plan vindt in 1950 de oprichting plaats van de Europese Betalingsunie (EBU). De EBU is een multilateraal clearingsmechanisme voor de deelnemende landen. In plaats van een positie ten opzichte van elke handelspartner, resteert voortaan één (dollar-)positie per lidstaat ten opzichte van de EBU. Binnen bepaalde grenzen zijn er kredietfaciliteiten voor landen met een gecumuleerde tekortpositie<sup>62</sup>. De EBU-overeenkomst is nauw verbonden met een OEES-programma voor de liberalisatie van de handel. De afspraken beogen het gebruik van importquota terug te dringen. Het OEES-programma handhaaft wel beperkingen op importen uit de Verenigde

(1988a).

59. Zo kan het dat in de EEG (1958) en de OESO (1961) afspraken tot stand komen om alleen onderling het kapitaalverkeer te liberaliseren.

60. Tot nu toe hebben landen met grootschalige kapitaalexporten, trekkingen mogen doen op de reserves van het Fonds, hoewel het IMF een dergelijk beroep niet hoeft te honoreren volgens artikel VI.1(a). Evenmin heeft het Fonds een land in zo'n positie gezocht om kapitaalrestricties in te voeren. In plaats probeert het IMF de oorzaken van de destabiliserende kapitaalstromen weg te nemen en om de juiste voorwaarden voor stabiliserende stromen te scheppen. Zie Gold (1977, p. 20 en p. 46 e.v.).

61. In Nederland is het betalingsverkeer met het buitenland geregeld via een vergunningstelsel in het Deviezenbesluit (1945). In november 1945 bestaan alleen internationale afspraken met België en Groot-Brittannië. In principe moet degene die een betaling wil verrichten in eigen land een vergunning aanvragen. Als deze is toegekend, kan uitbetaling in het andere land plaatsvinden zonder vergunning, maar wel met in achtname van de formaliteiten aldaar. Zie Amsterdamsche Bank (1945, p. 17).

62. Zie Kaplan & Schleiminger (1989, p. 92-96).



Staten<sup>63</sup>.

Vlak na de oorlog is alleen het *kapitaalverkeer* vanuit de *Verenigde Staten* en *Zwitserland* relatief vrij<sup>64</sup>. De overige Europese landen en Japan handhaven in verband met de dollarschaarste vooralsnog negatieve controle-stelsels, die vooral uitgaande kapitaalstromen aan banden leggen<sup>65</sup>.

In de loop van de vijftiger jaren komt hierin verandering, als de Amerikaanse betalingsbalans vrijwel permanent een tekort gaat vertonen door een daling van het lopende rekeningoverschot en een stijging van de netto-kapitaalexport<sup>66</sup>. Aanvankelijk juicht men deze tekorten nog toe; ze stellen de landen in de rest van de wereld, in staat om hun dollarreserves op peil te brengen.

Het herstel van het internationale betalingsverkeer verloopt niet in alle Europese landen even voorspoedig. In 1947 mislukt de poging om de externe convertibiliteit van het pond te herstellen<sup>67</sup>. Na de devaluatie van het pond in 1949, geven de Britse monetaire autoriteiten, het bankwezen wel meer vrijheid om in vreemde valuta's te handelen. Vanaf 1952/'53 treden in de EBU problemen op doordat landen met terugkerende betalingsbalansproblemen de tijdelijke kredietfaciliteiten permanent gebruiken. Tekortlanden, als *Frankrijk*, *Italië* en *Groot-Brittannië*, verscherpen hun handelsmaatregelen en deviezenbeperkingen. De surpluslanden van de EBU, met name *West-Duitsland* en *België-Luxemburg*, liberaliseren daarentegen hun kapitaalverkeer.

De Duitse autoriteiten staan in 1952 directe buitenlandse investeringen toe. Vanaf 1956 krijgen ingezetenen meer vrijheid om te beleggen in buitenlandse waardepapieren en mogen niet-ingezetenen de opbrengsten uit DM-beleggingen omzetten in vreemde valuta's<sup>68</sup>. De Belgisch-Luxemburgse Economische Unie (BLEU) liberaliseert het kapitaalverkeer binnen de EBU in 1951/'52. Om te voorkomen, dat afschaffing van restricties op transfers buiten de EBU zal leiden tot een grote vraag naar dollars en tot een snelle uitputting van de officiële dollarreserves, introduceert de BLEU in 1955 een dubbel wisselmarktstelsel; kapitaalexporten zijn toegestaan maar de vraag naar vreemde valuta die hieruit voortvloeit, dirigeert men door de vrije markt. Hier zijn autoriteiten niet verplicht om te interveniëren in het kader van de Bretton Woods-wisselkoersafspraken<sup>69</sup>.

63. Het liberalisatieproces verloopt niet zonder onderbrekingen: landen die in betalingsbalansproblemen raken, nemen tijdelijk hun toevlucht tot importbeperkende maatregelen (bijv. Groot-Brittannië in 1951, Frankrijk in 1952 en 1957). Zie Yeager (1976, p. 414).

64. Zwitserland kent tot 1949 een aparte valutamarkt voor kapitaaltransacties. Zie V.d. Bergh (1987, p.20).

65. Zo zijn in Japan kapitaalimporten vanwege het deviezengebrek relatief vrij; naar de repatriëring van de beleggingen in Japanse waardepapieren mag pas na een procedure die in de jaren vijftig nog meer dan vijf jaar tijd in beslag neemt. Zie Feldman (1986, p. 148).

66. Oorzaken zijn o.a. de devaluatie van de meeste valuta ten opzichte van de dollar in 1949, de oorlog in Korea (1950) en import-restricties op Amerikaanse goederen in Europa en Japan. De netto-kapitaalexport is aanvankelijk een gevolg van de hulpprogramma's van de Amerikaanse overheid maar na 1955 van directe buitenlandse investeringen van de particuliere sector. Zie Argy (1981, p. 31-33).

67. Het experiment om de convertibiliteit van het pond te herstellen, heeft alleen betrekking op lopende rekeningtransacties. Na zes weken blijkt een \$ 3,75 mld.lening van de Verenigde Staten niet toereikend als niet-ingezetenen op grote schaal sterlingvordering en omzetten in dollars. Zie Greene & Isard (1991, p. 20).

68. Zie Deutsche Bundesbank (1985, p. 16-17).

69. Tot mei 1971 is het dubbele valutamarktstelsel van de BLEU asymmetrisch. De vrije koers kan alleen boven de officiële koers voor vreemde valuta uitkomen, omdat het mogelijk is om deviezen te kopen in de vrije markt en deze te verkopen in de officiële markt. De scheiding tussen de markten is niet volledig: voor diverse transacties mag men kiezen tussen vrije of de officiële



In december 1958 is de internationale reservepositie van vele EBU-landen zo verbeterd, dat zij aandringen op het herstel van de convertibiliteit van hun geldeenheden, ook ten opzichte van de dollar<sup>70</sup>. De EBU wordt opgeheven. Het herstel van de externe convertibiliteit beperkt zich voorlopig tot lopende rekeningtransacties. Internationale betalingen die voortvloeien uit het handelsverkeer zijn hiermee de facto geliberaliseerd<sup>71</sup>. De externe convertibiliteit strekt zich in de meeste landen nog niet uit tot kapitaaltransacties.

#### 4.3 De bloei van Bretton Woods: de eerste liberaliseringsgolf (1958-1963)

In de loop van de jaren vijftig neemt het vertrouwen in het Bretton Woodsstelsel toe. De internationale handel groeit historisch gezien snel. De meeste landen realiseren een hoge economische groei en slagen erin de werkloosheid terug te dringen bij een laag inflatieniveau. Problemen als betalingsbalansonevenwichtigheden en valutacrisis blijken nog hanteerbaar door wijzigingen in het binnenlands (monetaire) beleid van de getroffen landen. Uitzonderingen zijn het zweven van de Canadese dollar (1950-1962), de devaluatie van de Franse franc (1958) en het forse beroep van Groot-Brittannië (1956) en Frankrijk (1957/'58) op de kredietfaciliteiten van het IMF<sup>72</sup>.

Het optimisme omtrent het functioneren van het internationale monetaire systeem en enkele institutionele veranderingen vormen belangrijke impulsen voor het internationale kapitaalverkeer in deze fase. Op de eerste plaats leidt de externe convertibiliteit van de Europese valuta's tot een verbreding en verdieping van de valutahandel zowel op de contante markt en als op de termijnmarkt. Door hogere concurrentie dalen de transactiekosten en stijgt de internationale kapitaalmobiliteit. Met name het kortlopende kapitaalverkeer wordt gevoeliger voor internationale renteveranderingen<sup>73</sup>. Daarnaast stimuleren de Europese plannen voor een gemeenschappelijke markt het langlopende kapitaalverkeer. De Amerikaanse kapitaalexport bereikt in het begin van de jaren zestig een hoog niveau. De kapitaalexport wordt voor een groot deel veroorzaakt door directe buitenlandse investeringen van Amerikaanse bedrijven in Europa en door emissies van Europese bedrijven op de Amerikaanse kapitaalmarkt.

markt. Alleen voor de conversie van deviezen, ontvangen uit de handel in goederen en diensten met het buitenland, is men aangewezen op de officiële markt, terwijl de vraag naar vreemde valuta voor het uitgaande kapitaaltransfers (excl. directe investeringen) aangewezen is op de ongeregelde markt. Zie Abraham (1974, p. 7-9) en Decaluwé & Steinherr (1976, p. 288-293).

70. Het gaat hier om precies te zijn over België-Luxemburg, Frankrijk, Groot-Brittannië, Italië, Nederland en West-Duitsland. Zie Yeager (1976, p. 419).

71. In februari 1961 wordt dit geformaliseerd: negen Europese landen doen dan niet meer een beroep op IMF-artikel XIV, dat landen in speciale omstandigheden het recht geeft om internationale handelsbetalingen te controleren. In plaats daarvan aanvaarden zij artikel VIII: zonder expliciete toestemming van het Fonds reguleren zij deze betalingen niet. Zie de Vries (1987, p. 30-32).

72. De goede werking van aanpassingsmechanismen berust, achteraf gezien, voor een groot deel op speciale omstandigheden: de Amerikaanse naoorlogse steun, de vrij hoge (verborgen) werkloosheid in Europa en Japan, de asymmetrie op het gebied van handelsprotectionisme (landen met een betalingsbalanssurplus en de VS zijn bereid te liberaliseren, terwijl tekortlanden importen restricteren), de dollarschaarste en de rol van de dollar als internationale reservevaluta waardoor de centrale banken in de rest van de wereld bereid zijn om te interveniëren op de valutamarkten en om de Amerikaanse betalingsbalanstekorten te financieren. Zie Yeager (1976, p. 403-405) en de Vries (1987, p. 55-59).

73. Zie Yeager (1976, p. 422 en p. 568).

Op de derde plaats neemt het internationale kapitaalverkeer een hoge vlucht door het ontstaan van de eurovalutamarkten in Londen<sup>74</sup>. Sinds het eind van de jaren vijftig hebben de eurovalutamarkten, relatief vrij van kapitaalcontroles en regulering door de monetaire autoriteiten, een spectaculaire groei doorgemaakt en een belangrijke bijdrage geleverd aan de verbetering van het internationale financiële intermediaatieproces, aan de introductie van nieuwe financiële instrumenten en aan de integratie tussen nationale financiële markten.

Tenslotte gaan steeds meer landen over tot liberalisering van het kapitaalverkeer. Aan het eind van de jaren vijftig hebben de *Verenigde Staten*, *West-Duitsland* en *Zwitserland* het kapitaalverkeer volledig geliberaliseerd. *België* handhaaft het dubbele valutamarktstelsel, maar in de periode 1961-1966 is het verschil tussen de vrije dollarkoers en de officiële koers klein door het ontbreken van omvangrijke speculatieve kapitaalexporten<sup>75</sup>. Vanaf 1958 trekken *Frankrijk* en *Italië* geleidelijk kapitaalcontroles in. Na januari 1967 is zelfs het korte kapitaalverkeer in Frankrijk vrij; als voornaamste restrictie resteert een vergunningsplicht voor directe investeringen van niet-ingezetenen<sup>76</sup>. Vanwege een aanhoudend zwakke externe positie handhaaft *Groot-Brittannië* een rentabiliteitscriterium voor directe buitenlandse investeringen. Alleen als de investering binnen drie jaar tot exportinkomsten of een verbetering van de Britse betalingsbalans leidt, geven de autoriteiten hun toestemming. Voor het uitgaande effectenverkeer stellen zij geen deviezen beschikbaar; de beleggers zijn hiervoor aangewezen op een speciaal valutamarkt, de zg. 'investment currency market'<sup>77</sup>. *Japan* kampt door een sterke groei van de (investerings-)vraag met terugkerende betalingsbalanstekorten. De problemen rond het tekort van 1961/'62 geven aanleiding om kapitaalimporten te stimuleren. Het negatieve stelsel blijft in tact, maar niet-ingezetenen krijgen meer mogelijkheden om in Japan te investeren en om te beleggen in Japanse aandelen en obligaties. De richtlijnen voor de repatriëring van inkomsten uit beleggingen in Japanse aandelen worden in 1963

74. De eurovalutamarkten ontstaan als een reactie op regelgeving. In verband met de sterlingcrisis van 1957 leggen de Britse autoriteiten beperkingen op aan de buitenlandse kredietverlening door banken in pond sterling. Om de leidinggevende positie van Londen in de internationale handelsfinanciering niet te verliezen aan andere financiële centra, zoals New York, gaat het Londense bankwezen de kredieten in dollars verstrekken. Door de Amerikaanse betalingsbalanstekorten is de dollarschaarste in de jaren vijftig verdwenen; steeds meer Europese ondernemingen bezitten dollartegoeden bij Amerikaanse banken. In het kader van de zg. 'Regulation Q' mogen die geen rente vergoeden over kortlopende deposito's. Door nu wel een rente te bieden op dollardeposito's zijn de Britse banken in staat om dollars aan te trekken en een nieuwe markt in zg. 'eurodollars' op te bouwen. Zie v. Roij (1992a, p. 11-12).

75. Het vermogen van het dubbele wisselmarktstelsel om kapitaalexporten te controleren wordt nog niet echt op de proef gesteld. Zie Decaluwé & Steinherr (1976, p. 293-296) en De Grauwe (1976, p. 390-391).

76. Deze directe restrictie wordt gehandhaafd vanwege het Franse wantrouwen tegen de grootschalige investeringen van Amerikanen in Europa. Zie Mills (1976b, p. 205), Neme (1986, p. 178) en Giavazzi & Giovannini (1989, p. 165).

77. Sinds de oorlog zijn Britten die vreemde valuta willen kopen voor buitenlandse beleggingsdoeleinden, aangewezen op andere ingezetenen, die bereid zijn hun buitenlandse actief (deels) te verkopen. Gegeven dit beperkte, potentiële aanbod leidt meer vraag in de 'investment currency pool' tot een premie (soms meer dan 50%) op de officiële wisselkoers. Een hogere premie maakt buitenlandse beleggingen uiteraard minder aantrekkelijk; de variabiliteit van de premie maakt de toekomstige opbrengst van buitenlandse beleggingen bovendien onzeker in termen van sterling. De 'pool' is alleen toegankelijk voor ingezetenen en in principe intervenueert de Bank of England er niet. Met de partiële valutamarkt voorkomt zij dat het beleggingsverkeer invloed heeft op de officiële wisselkoers. Bij tijd en wijle dirigeert zij ook andere kapitaalstromen door de 'pool'. Vanaf mei 1962 kunnen bedrijven voor investeringsprojecten, die niet aan het rentabiliteitscriterium voldoen, vreemde valuta kopen in de 'investment currency market'. Zie Bank of England (1976).



afgeschaft. De mogelijkheden om opbrengsten uit beleggingen in Japanse obligaties te repatriëren verruimen in 1965<sup>78</sup>.

Behalve op nationaal niveau, worden in deze fase ook in internationaal verband pogingen ondernomen om het kapitaalverkeer te liberaliseren.

In december 1957 besluiten de *OEEES*-lidstaten om internationale transfers die voortvloeien uit directe buitenlandse investeringen te liberaliseren. De lidstaten geven voorrang aan de liberalisatie van kapitaalstromen met een lange termijn karakter; er is geen overeenstemming omtrent de liberalisatie van het internationale effectenverkeer en het korte kapitaalverkeer. In december 1959 stelt de *OEEES* een code op met liberalisatieverplichtingen voor het persoonlijk kapitaalverkeer, directe investeringen en handelskredieten<sup>79</sup>. Deze code wordt de voorloper van de *OESO-Kapitaalcode* en de *EG-richtlijnen* terzake.

De *OESO-Kapitaalcode* (1961)<sup>80</sup> schrijft voor dat elke lidstaat zal streven naar de liberalisering van het kapitaalverkeer om een effectieve economische samenwerking mogelijk te maken. Ongebreven uitgangspunt van het liberaliseringsbeleid is een gelijke behandeling van ingezetenen en niet-ingezetenen door elk *OESO*-land ('national treatment'). Volgens het 'non discrimination'-principe mogen liberalisatie- en restrictiemaatregelen geen onderscheid maken tussen de ingezetenen uit verschillende *OESO*-landen. Hierop is wel een uitzondering voor douane-unies en gemeenschappelijk markten. Als de *EG*-landen besluiten om in een hoger tempo te liberaliseren, zijn ze niet verplicht om de overige *OESO*-landen eenzelfde vrijheid van kapitaalverkeer te bieden<sup>81</sup>.

De Code onderscheidt kapitaalverrichtingen met een onvoorwaardelijke liberalisatieverplichting (lijst A) en een voorwaardelijke verplichting (lijst B). Lijst A omvat operaties als directe investeringen, transacties in ter beurze genoteerde effecten en handelskredieten. Op lijst B gaat het om transfers met een lage liberaliseringsprioriteit zoals transacties in niet-genoteerde waarden, het emissieverkeer, het krediet- en depositoverkeer en geldmarkttransacties. De liberalisatie van de transacties op lijst B is vrijblijvend; een land kan op elk moment nieuwe restricties opleggen aan deze verrichtingen. Voor de transfers op lijst A ligt dit anders. Zodra een land, na ondertekening van de Code, de kapitaalverrichtingen van lijst A liberaliseert, kan het deze transacties in principe

78. Zie Feldman (1986, p. 146 e.v.).

79. Zie *OEEES* (1961, p. 12-20 en p. 31 e.v.).

80. Zie Blommestein & Tulp (1987) en *OESO* (1987; 1990, p. 13-21 en p. 79 e.v.). Behalve de 'Capital Movements Code' heeft de *OESO* een 'Current Invisibles Code' voor de liberalisatie van de onderlinge handel in diensten en de transfer van kapitaelopbrengsten. Deze code streeft ook naar de vrijheid van vestiging voor dienstverlenende bedrijven ter ondersteuning van activiteiten in andere *OESO*-landen.

81. Hoewel de liberaliseringsbeginselen duiden op het effectief vrijmaken van kapitaaltransfers en dus op de afschaffing van alle mogelijke belemmeringen, beschouwt men indirecte restricties, zoals dubbele valutamarktstelsels, (bron-)belastingen op transacties, renteloze depositoverplichtingen e.d., aanvankelijk niet in strijd met de Code. De indirecte restricties hebben wel een kostenverhogend effect op de kapitaaltransacties, maar maken de verrichtingen immers niet onmogelijk. Zie *OECD* (1990, p. 39).

niet opnieuw reguleren<sup>82</sup>. Het de bedoeling om zo het liberaliseringsproces onomkeerbaar te maken en het politieke risico op nieuwe restricties te verminderen. Herinstructie van restricties kan volgens artikel 7.b. van de Code alleen als het land kan aantonen dat de liberalisatie leidt tot grote economische en financiële onevenwichtigheden. Deze specifieke derogatie is tijdelijk; men verwacht dat het land de liberalisatiemaatregelen spoedig in ere herstelt<sup>83</sup>.

In 1964 is de Code door alle OESO-landen ondertekend met uitzondering van *Australië, Canada, Finland en Nieuw-Zeeland*. Van de overige 20 lidstaten maken 15 landen op relatief grote schaal gebruik van de mogelijkheid om een voorbehoud te maken jegens verschillende liberalisatieverplichtingen. *Griekenland, IJsland en Turkije* doen een beroep op een algemene derogatie waardoor zij aan de meeste verplichtingen niet hoeven te voldoen.

In het *EEG-Verdrag*, dat op 1 januari 1958 in werking treedt, worden niet alleen beginselen opgenomen voor het vrije verkeer van goederen, diensten en personen, maar ook voor dat van kapitaal tussen de lidstaten. Artikel 67 van het Verdrag legt vast dat alle beperkingen op het kapitaalverkeer binnen de Gemeenschap opgeheven moeten worden, *voorzover* nodig voor de goede werking van de gemeenschappelijke markt<sup>84</sup>. De liberalisatie van het kapitaalverkeer vergt aanpassingen in de nationale wetgeving van de lidstaten. Het liberalisatieproces is daarom afhankelijk van uit te vaardigen richtlijnen<sup>85</sup>.

In afwijking van de OESO-code onderscheidt de Eerste richtlijn (mei 1960) vier lijsten met kapitaalverrichtingen. De onvoorwaardelijke liberalisatieverplichtingen zijn verdeeld over lijst A en lijst B. Lijst A omvat alle kapitaaltransfers die nauw verbonden zijn met het vrije verkeer van goederen, diensten en personen, zoals directe investeringen, handelskredieten, beleggingen in onroerend goed en het persoonlijk kapitaalverkeer. Het verschil tussen lijst A en B is dat de verplichtingen op lijst B (de aan- en verkoop van ter beurze genoteerde effecten) mogen plaatsvinden tegen een andere wisselkoers dan de officiële koers voor lopende rekeningtransacties. De overige

82. Er zijn twee momenten waarop een land een voorbehoud ('reservation') kan maken t.a.v. de liberalisatie van een kapitaalverrichting op lijst A te weten (1) bij ondertekening van de Code en (2) zodra de zg. 'Committee on Capital Movements and Invisible Transactions' van de OESO overgaat tot herziening van lijst A en nieuwe verrichtingen toevoegt, mag een land een voorbehoud maken voor de *nieuwe* verplichtingen. Andere taken van het CMIT zijn het toezicht op naleving van de Code en het periodieke overleg, de zg. 'examinations', met elke lidstaat over verdere liberalisatiemaatregelen.

83. De tijdelijke derogatieprocedure lijkt op het eerste gezicht de financiële integratie van de OESO te belemmeren. In werkelijkheid is de procedure bedoeld om te voorkomen dat landen met tijdelijke aanpassingsproblemen min of meer gedwongen worden hun medewerking aan de Code volledig op te zeggen.

84. Merk op dat dit voorbehoud in artikel 67.1 (te weten liberalisatie: "...to the extent necessary for the proper functioning of the internal market...") een lage liberaliseringsprioriteit geeft aan kortlopende kapitaalbewegingen (muv. kortlopend handelskrediet). Volgens artikel 71 *streven* de EG-landen ernaar om geen nieuwe restricties in te voeren en om verdergaande liberalisatiemaatregelen te nemen als hun economische situatie dat toelaat. Hier is dus geen sprake van een verplichting. Zie EG (1989a, p. 7-12) voor de originele Verdragsbepalingen m.b.t. de liberalisatie van kapitaalverkeer.

85. Benink (1990) bespreekt de Europese richtlijnen op het gebied van financiële integratie.



kapitaalbewegingen hebben een lage liberaliseringsprioriteit<sup>86</sup>. De Tweede richtlijn (december 1962) is een herziening van de Eerste richtlijn met enkele aanvullingen op lijst A.

Aanvankelijk verloopt de liberalisering binnen de EEG voorspoedig. In november 1966 bestaat er volledige vrijheid van kapitaalverkeer op het gebied van directe investeringen, korte en middel-lange handelskredieten, transacties in ter beurze genoteerde effecten en transacties in de persoonlijke sfeer<sup>87</sup>. Voor de overige vormen van kapitaalverkeer komt het intra-europese liberalisatieproces niet zo goed op gang; de lidstaten kunnen na goedkeuring door de Europese Commissie, een beroep doen op de vrijwaringsclausules uit het EEG-Verdrag. Volgens artikel 73 mogen zij restricties handhaven, zolang kapitaalbewegingen de werking van de binnenlandse kapitaalmarkt verstoren. Artikel 108 en 109 biedt de lidstaten de mogelijkheid om kapitaalcontroles te gebruiken als instrument voor het oplossen van betalingsbalansproblemen<sup>88</sup>.

#### 4.4 Spanningen in het Bretton Woods-stelsel: nieuwe restricties (1963-1973)

Acheraf gezien, markeren de EG-richtlijnen (1960-1963) en de OESO-Code (1960, herzien in 1964) een tijdelijk hoogtepunt in het streven naar de liberalisatie van internationale kapitaalstromen in de geïndustrialiseerde wereld.

In 1960/'61 doorbreekt *West-Duitsland* de prille liberaliseringstendens al met nieuwe kapitaalrestricties. De Duitse autoriteiten voeren op grond van interne overwegingen een verkrappend monetair beleid, maar ze worden hierbij gehinderd door de liquiditeitstoevoer uit het buitenland. De kapitaalimport groeit door de sterke positie van de Duitse mark en door de relatief hoge Duitse rente bij een ruim monetair beleid in de Verenigde Staten. Om de destabiliserende kapitaalimport af te remmen, leggen de autoriteiten in juli 1960 beperkingen op in de kortlopende sfeer; niet-ingezetenen mogen niet meer beleggen in Duits geldmarktpapier en zij krijgen geen rente meer op DM-deposito's. Bij een verwachte revaluatie van de DM hebben de maatregelen niet het bedoelde effect: de kapitaalimport verandert alleen van vorm. Daarom besluit de Bundesbank in november

86. De 'items' op lijst C hebben een voorwaardelijke liberalisatieverplichting. Het gaat onder andere om transfers als de aan- en verkoop van niet ter beurze genoteerde waardepapieren en participaties in beleggingsfondsen, emissies van niet-ingezetenen op de binnenlandse kapitaalmarkt, langlopende handelskredieten en kredietverlening die losstaat van de internationale handel. Op lijst D worden alle vormen van kapitaalverkeer verzameld die niet geliberaliseerd hoeven te worden. Het betreft hier met name beleggingen op korte termijn en het openen van zicht- en termijndeposito's bij banken.

87. Zie EG (1966, p. 93-102); Er zijn dan zes EEG-leden: de Benelux-landen, Duitsland, Frankrijk en Italië.

88. Toch zijn de EEG-verplichtingen juridisch gezien, stringenter dan de OESO-besluiten. Als de Raad onvoorwaardelijke liberalisatieverplichtingen heeft vastgesteld, kan een lid daar wel op terugkomen middels de vrijwaringsclausules, maar alleen na een Gemeenschappelijke procedure, dwz. met instemming van de Commissie en de Raad. In de OESO kan iedere lidstaat unilateraal terugkomen op eerdere liberalisatiemaatregelen. Zie EG (1966, p. 93). Bovendien hebben de EG-richtlijnen een rechtstreekse werking: als een ingezetene zich benadeeld voelt doordat een lidstaat niet aan de richtlijnen voldoet, kan hij zich wenden tot het Europese Hof van Justitie. Een dergelijk dwangmiddel ontbreekt in de OESO. De Codes komen na overleg met de lidstaten tot stand en hebben de juridische status van een OESO-besluit; na ondertekening nemen de lidstaten de verplichting op zich, om hun wet- en regelgeving aan te passen aan de afspraken in de Codes. Zie Blommestein & Tulp (1987, p. 390).

1960 het restrictieve monetaire beleid te verlaten<sup>89</sup>.

De ommekeer in de liberaliseringstrend doet zich voor als de *Verenigde Staten* terugkomt van de liberale houding ten aanzien van kapitaalstromen. Om de netto-kapitaalexport van de particuliere sector te beperken, gaat de VS per 1 juli 1963, een belasting heffen op de aankoop van buitenlandse effecten door ingezetenen. De 'Interest Equalisation Tax' (IET) geldt niet alleen voor de aankoop van waardepapieren in het buitenland, maar ook voor inschrijvingen op de emissies van niet-ingezetenen op de Amerikaanse kapitaalmarkt (New York). Vanwege de hogere financieringslasten wijken de buitenlandse emittenten uit naar andere financieringsvormen en andere markten<sup>90</sup>; de hoge groei van de kredietverlening door het Amerikaans bankwezen aan niet-ingezetenen vereist spoedig nieuwe maatregelen. Vanaf februari 1965 vallen kredieten met een looptijd van meer dan 1 jaar onder de IET-regeling. Tegelijkertijd worden financiële instellingen in het kader van het 'Voluntary Foreign Credit Restraint Program' (VFCR), verzocht hun korte kredietverlening aan niet-ingezetenen te beperken. De derde maatregel is de introductie van het 'Foreign Direct Investment Program' (FDIP) in februari 1965. Het FDIP beoogt de transfers van Amerikaanse ondernemingen naar buitenlandse dochtermaatschappijen te beperken. Het programma stelt limieten en financieringsvoorwaarden aan de directe buitenlandse investeringen van Amerikaanse ondernemingen. Aanvankelijk berust het FDIP op de vrijwillige medewerking van het bedrijfsleven, maar na een verscherping van de restricties in januari 1968, worden de limieten verplicht gesteld<sup>91</sup>.

Evenals de Britse restricties aan het eind van de jaren vijftig, bieden de Amerikaanse maatregelen een krachtige impuls voor de ontwikkeling van de euromarkten. Japanse en Europese ondernemingen die, voor de heffing van de IET, schuldtitels plaatsten op de Amerikaanse kapitaalmarkt, wijken nu uit naar de euro-obligatiemarkt in Londen. Het Amerikaanse bedrijfsleven is in staat om, ondanks de FDIP-limieten, de buitenlandse investeringen op peil te houden door een beroep te doen op de eurokapitaalmarkt. De Amerikaanse banken omzeilen de kredietplafonds van het VFCR-programma en bedienen de vraag naar dollarkredieten voortaan via hun buitenlandse vesti-

89. Niet-ingezetenen gaan over op langlopende waardepapieren, zoals aandelen en obligaties. Duitse banken repatriëren hun buitenlandse actief en Duitse ondernemingen frustreren het monetaire beleid door in het buitenland kredieten op te nemen. Zie Argy & Hodjera (1971, p. 68-70). In september 1961 verandert de Duitse deviezenwetgeving in een positief stelsel, maar materieel verandert er niet veel. Het verbod op rentebetalen door banken aan niet-ingezetenen en het verbod voor niet-ingezetenen om in Duits geldmarktpapier te beleggen blijven tot eind 1969 van kracht. Zie Deutsche Bundesbank (1985, p. 17-18).

90. De Amerikaanse belegger die inschrijft op de emissie, verlangt immers een hoger rendement (een lagere koers) als compensatie voor de belastingafdracht. De IET bedraagt 15% bij de aankoop van aandelen en, variërend met de looptijd, 2,75% tot 15% bij de aankoop van obligaties van een niet-ingezetene. De IET is nadrukkelijk bedoeld om buitenlandse emittenten van de Amerikaanse kapitaalmarkt te weren, zodat de Europese landen en Japan hun eigen kapitaalmarkten beter zullen ontwikkelen en minder Amerikaanse besparingen naar het buitenland zullen afvloeien. In de praktijk is de maatregel een grote stimulans voor de Eurokapitaalmarkt in Londen, waar de Britse autoriteiten in 1963, net toestemming hebben gegeven voor de emissie van dollar-obligaties. Zie Ruding (1969, p. 366-367) en Cairncross (1973, p. 32-35).

91. Zie Cairncross (1973, p. 24-54) en Hewson & Sakakibara (1975) voor nadere details van de Amerikaanse restrictiemaatregelen.



gingen<sup>92</sup>.

De ontwikkeling van de euromarkten en de internationalisering van het bankwezen verhogen de mobiliteit, de omvang en de verscheidenheid van het internationale kapitaalverkeer. Naarmate grotere financiële stromen van het ene land naar het andere land zwerven, op zoek naar arbitrage- of speculatiewinsten, wordt het voor de monetaire autoriteiten moeilijker om zonder kapitaalrestricties, een onafhankelijke beleidslijn te combineren met de vaste wisselkoersdoelstelling. Naargelang de onevenwichtigheden in het Bretton Woods-stelsel toenemen, met name in de periode 1968-1971, (her-)introduceren steeds meer landen kapitaalcontroles. De maatregelen hebben voornamelijk betrekking op het kortlopende kapitaalverkeer. Omdat deze 'destabiliserende' kapitaalstromen grotendeels via de banken verlopen, is het niet verwonderlijk dat de beperkingen in eerste instantie aangrijpen bij het bankwezen<sup>93</sup>. Bovendien is het typerend voor de toepassing van restricties in de eindfase van het Bretton Woods-stelsel, dat niet alleen landen met betalingsbalans tekorten beperkingen opleggen. Het zijn juist de landen, die overspoeld dreigen te worden met kapitaalimporten, die er uitgebreide controle-stelsels op na gaan houden om de binnenlandse monetaire ontwikkeling nog enigszins te beheersen.

Halverwege de jaren zestig reguleert niet alleen de Verenigde Staten, maar ook *Groot-Brittannië* kapitaalexporten. De Britse maatregelen sluiten nog aan bij het bestaande controle-stelsel; door de transactievoorwaarden in de 'investment currency pool' te manipuleren, proberen de autoriteiten de koers van het pond in de officiële markt te steunen<sup>94</sup>. Bovendien stellen zij grenzen aan het netto buitenlandse actief van de banken<sup>95</sup>. Ruim een jaar nadat *Frankrijk* een hoge liberaliseringsgraad heeft bereikt, zetten de politieke ongeregelde heden in mei '68, een hoge kapitaalvlucht uit de franc in gang. Eind mei wordt al het betalingsverkeer met het buitenland geleid via geautoriseerde banken; het uitgaande beleggingsverkeer is alleen mogelijk via een speciaal valutacircuit<sup>96</sup> en exportopbrengsten mogen zonder toestemming, niet in het buitenland aangehouden worden. Bij wederkerende speculatiegolven tegen de Franse franc, krijgen de banken van mei 1968 tot juli 1970 met enige regelmaat aanwijzingen om hun netto buitenlandse actief terug te brengen en om

92. Zie Lamfalussy (1981, p. 198) en V.d. Bergh (1987, p. 24).

93. Zie Mills (1976a,b) voor een uitgebreide bespreking van de restricties op rentegevoelige en speculatieve kapitaalstromen in deze fase.

94. In april 1965 gebeurt dit op ingrijpende wijze met de invoering van de '25% surrender requirement'; Britse beleggers die hun buitenlandse actief willen repatriëren, zijn voortaan verplicht één vierde deel van de beleggingswaarde in vreemde valuta aan te bieden op de officiële markt. De maatregel is een aanslag op het rendement van de individuele belegger; over een aanzienlijk deel van zijn buitenlandse belegging, verliest hij de premie die in de 'pool' betaald wordt voor vreemde valuta. Zie Bank of England (1976, p. 320) of V.d. Bergh (1987, p. 21).

95. Pas in september 1971 worden deze limieten verruimd. Zie Mills (1976b, p. 207-208).

96. Het Franse 'deviser titre'-systeem lijkt op de Britse 'investment currency market'; ingezetenen die in het buitenland willen beleggen, kunnen voor dit doel alleen vreemde valuta kopen van andere ingezetenen die portefeuille-investeringen willen repatriëren. In tegenstelling tot het Britse systeem, wordt het Franse stelsel niet permanent toegepast, maar alleen als de franc onder druk staat (1969-1971 en 1981-1986). Zie Giavazzi & Giovannini (1989, p. 165).



de kredietverlening in francs aan niet-ingezetenen stop te zetten<sup>97</sup>.

De wijze waarop *West-Duitsland* tegen het einde van het Bretton Woods-tijdperk, kapitaalrestricties moet aanscherpen en nieuwe restricties moet introduceren om de kapitaalimport te beheersen<sup>98</sup>, is illustratief voor de dilemma's waarmee landen te maken kunnen krijgen in een systeem met vaste wisselkoersen, een hoge mate van internationale kapitaalmobiliteit en het ontbreken van enige internationale beleidscoördinatie.

In 1968/'69 wordt *West-Duitsland* geconfronteerd met hoge kapitaalimporten in het korte verkeer. De Bundesbank probeert de kapitaalimport tegen te gaan door een ruimer monetair beleid en door het bankwezen op grote schaal valutaswaps aan te bieden, die buitenlandse beleggingen aantrekkelijk maken ten opzichte van de alternatieven op de binnenlandse markt. Maar de kapitaalimporten blijken speculatief van aard: ze houden aan bij de relatief lage Duitse rente en ze nemen toe, zodra revaluatieverwachtingen voor de Duitse Mark opleven. Daarom proberen de Duitse autoriteiten de kapitaalimport ook af te remmen met directe en indirecte restricties: enkele maatregelen dateren nog uit 1960. Sinds maart 1965 betalen niet-ingezetenen de 'Kuponsteuer' over de rente-inkomsten op binnenlandse schuldtitels. In november 1968 volgen nieuwe maatregelen ter beperking van de kapitaalimport via het bankwezen: een uitbreiding van het rente-verbod naar spaardeposito's van niet-ingezetenen en een 100% minimumreserve-eis op de groei van het buitenlands passief van de banken. De maatregelen zijn slechts voor een deel effectief; de kapitaalimport verloopt nu meer via de niet-bancaire sector. In mei 1969 vindt 75% van de totale kapitaalinstroom plaats door 'leads' en 'lags' in de internationale handelsbetalingen van het Duitse bedrijfsleven<sup>99</sup>.

Onder invloed van de devaluatie van de Franse franc in augustus 1969, een verwachte revaluatie van de Duitse mark en de eerste aanwijzingen voor een krasser monetair beleid in Duitsland, neemt de kapitaalimport in september 1969, zo'n omvang aan, dat de Duitse autoriteiten de officiële valutamarkt sluiten. Na vier weken van (beheerst) zweven, volgt de DM-revaluatie in oktober: de nieuwe dollarpariteit wordt iets lager vastgesteld dan de 'vrije' dollarkoers. Dit is voldoende om de rust op de valutamarkten te herstellen. De kapitaalexporten in het laatste kwartaal van 1969 zijn zo hoog dat alle kapitaalrestricties afgeschaft worden<sup>100</sup>.

In 1970/'71 verandert de situatie weer ten gunste van DM-beleggingen, als de *Verenigde Staten* vanwege een recessie overgaat op een expansief monetair beleid, terwijl *West-Duitsland* een res-

97. Zie Mills (1976b, p. 205).

98. Zie Argy & Hodjera (1973, p. 70-72), Mills (1976a, p. 155-159; 1976b, p. 185-203), Walter (1976), Hewson & Sakakibara (1977, p. 645-647), Rosenberg (1983, p. 51-55) en Deutsche Bundesbank (1985, p. 17-18) voor een uitgebreide toelichting op de Duitse kapitaalcontroles in deze turbulente periode.

99. Zie Rosenberg (1983, p. 52).

100. De revaluatie is bijna volledig verantwoordelijk voor de omkering van de 'hot money flows'; in het laatste kwartaal dalen de officiële reserves van de Bundesbank met DM 20 mld. tot het laagste niveau sinds 1965, ondanks een stijging van de Duitse rente. Zie Brown (1987, p. 283-290) voor de perikelen rond de Duitse mark en de Amerikaanse dollar in deze periode.

trictief monetair beleid voert. Vanaf 1971 tot het definitieve einde van het Bretton Woods-systeem in maart 1973, wordt de kapitaalimport ook gedragen door speculatie tegen de dollar.

Geleidelijk reactiveert de Bundesbank de controles op de kapitaalimport via het Duitse bankwezen. Het begint met een marginale minimumreserve van 30% op de verplichtingen van de banken aan niet-ingezetenen. In mei 1970 zijn nieuwe maatregelen nodig als de banken rentedragende schuldtitels aan niet-ingezetenen verkopen die buiten de reserve-verplichtingen vallen<sup>101</sup>. Het restrictieve beleid brengt ondernemingen ertoe om in het buitenland middelen aan te trekken voor binnenlandse doeleinden. De buitenlandse leningen komen in veel gevallen tot stand via de vestigingen van Duitse banken in Luxemburg. Om deze financieringswijze minder aantrekkelijk te maken, treedt in maart 1972 de 'Bardepot'-plicht in werking; deze regeling verplicht ingezetenen een renteloos deposito aan te houden, zodra hun buitenlandse krediet een vaste norm overschrijdt. In juli is al een intensivering van de maatregel nodig<sup>102</sup>. Om de kapitaalimport via de niet-bancaire sector te beperken, voeren de autoriteiten in juni 1972 een vergunningstelsel in voor de verkoop van vastrentende waarden aan niet-ingezetenen. Uiteindelijk ontkomen ook de internationale handelskredieten niet aan regulering; er is officiële toestemming vereist voor veranderingen in de krediettermijnen.

Hoewel begin 1973, bijna alle kapitaalimporttransacties gereguleerd zijn, wordt de Bundesbank overspoeld met dollars<sup>103</sup>. In maart 1973 komen de autoriteiten tot de conclusie dat de kapitaalcontroles niet effectief zijn en dat een verantwoorde binnenlandse monetaire ontwikkeling alleen mogelijk is door de DM-koers van de dollar te laten zweven<sup>104</sup>.

Niet alleen West-Duitsland wordt in de jaren 1970-1973 geconfronteerd met perioden van speculatieve kapitaalimporten als gevolg van de crises rond de dollar. Andere landen proberen eveneens de liquiditeitstoevoer uit het buitenland af te remmen met behulp van (nieuwe) kapitaalrestricties. In *Zwitserland* grijpen de belangrijkste maatregelen aan bij de banken, zoals de verhoging van minimumreserve-verplichtingen over de groei van hun buitenlandse passief tot 100%, en de invoering van een provisietaarif, ofwel een negatieve rente, op deposito's van niet-ingezetenen<sup>105</sup>. In september 1971 stelt *Nederland* de 'Obligatiegelden'-markt in voor niet-ingezetenen, om de toevloed van buitenlandse beleggingsgelden te beperken. In 1972 volgt een renteverbod op

101. De marginale minimumreserve-regeling lijkt zelf niet erg effectief: Het netto buitenlandse passief van de banken groeit van DM 4 mld. in juni 1971 naar DM 18 mld. in maart 1973, terwijl de gemiddelde minimumreserve-verplichting op deposito's van niet-ingezetenen oploopt van 10 tot 40%. Zie Walter (1976, p. 163).

102. In de oorspronkelijke regeling is het renteloze depositopercentage vastgesteld op 40%. Het 'Freibetrag' bedraagt DM 2 mln. per kredietnemer. In juli 1972 volgt een verhoging van het 'Bardepot'-percentage tot 50% en een verlaging van de depositovrije drempel tot DM 500.000. In januari 1973 wordt de drempel verder teruggebracht tot DM 50.000, nadat kleinere ondernemingen en particulieren op grote schaal kredieten opnemen in het buitenland. Zie Deutsche Bundesbank (1985, p. 17-18).

103. In februari en maart 1973 ziet de Bundesbank haar officiële reserves toenemen met het equivalent van DM 24 mld. in dollars. Zie Rosenberg (1983, p. 53).

104. Zie Deutsche Bundesbank (1985, p. 17): "Trotz dieser weitgehenden Kontrollen kam es zu massiven Devisenzuflüssen; die administrativen Versuche einer 'Devisen-Bannwirtschaft' erwiesen sich letztlich als erfolglos."

105. Zie Christensen (1986, p. 20-21) voor de Zwitserse kapitaalcontroles in deze periode.



deposito's van niet-ingezetenen en een verbod voor ingezetenen om in het buitenland kredieten op te nemen. Vanaf maart 1972 mogen de banken geen nieuwe termijndeposito's verkopen aan niet-ingezetenen<sup>106</sup>.

Landen die in de regel kapitaalexporten controleerden vanwege een zwakke externe positie, zoals *Frankrijk, België-Luxemburg* en *Australië*, besluiten in 1970/'73 hun controlestelsels om te keren: ze nemen maatregelen tegen kapitaalimporten. Het *Franse* controlestelsel ondergaat grote wijzigingen. De autoriteiten schaffen het 'devise-titre'-systeem af en experimenteren van augustus 1971 tot januari 1974 met een dubbel wisselmarktstelsel. In de praktijk is de scheiding tussen de officiële markt voor lopende transacties en de vrije markt voor kapitaaltransacties niet waterdicht<sup>107</sup>. Het dubbele wisselmarktstelsel van de *BLEU* wordt meer symmetrisch; vanaf mei 1971 is niet alleen de vraag naar vreemde valuta voor kapitaalexporten, maar ook het aanbod van vreemde valuta door kapitaalimporten aangewezen op de vrije markt. Omvangrijke kapitaalimporten leiden tot een depreciatie van de vrije dollarkoers<sup>108</sup>. Ook in het *Australische* stelsel vindt een fundamentele ommekeer plaats. Korte, buitenlandse leningen aan ingezetenen komen onder officieel toezicht. Voor leningen met een looptijd van meer dan twee jaar geldt de 'Variable Deposit Requirement' (VDR). In 1973 stijgt de renteloze depositoverplichting van 25 naar 33,3 procent. Ook komen er beperkingen op handelskredieten en op betalingen tussen bedrijven en hun buitenlandse vestigingen<sup>109</sup>. In *Japan* verschuift het zwaartepunt van de liberalisering van de kapitaalimport naar de kapitaalexportzijde. Vanaf juli 1971 zijn Japanse bedrijven vrij om in het buitenland te investeren. Ingezetenen mogen voortaan in buitenlandse aandelen en obligaties beleggen. De kapitaalvoer door niet-ingezetenen wordt daarentegen weer strenger gerestringeerd. Japanse effectenhandelaren mogen bijvoorbeeld geen netto verkooptransacties meer aangaan met niet-ingezetenen<sup>110</sup>.

#### 4.5 De kentering: aarzelend op liberaliseringspad (1973-1979)

In 1973 treedt een kentering op in de tendens om het internationale kapitaalverkeer met steeds verdergaande voorschriften te reguleren. Een aantal omgevingsveranderingen brengt de liberaliseringsgedachte tot nieuw leven tijdens de eerste jaren na de val van Bretton Woods.

Op de eerste plaats komt er een einde aan het naoorlogse systeem van vaste wisselkoersen. De

106. Zie Mills (1976, p. 200 e.v.), v. Straaten (1989, p. 296-297) en Scholten (1990, p. 66-67). De 'O-guldenmarkt' is een aparte valutamarkt voor niet-ingezetenen; buitenlandse portefeuillehouders die in guldensobligaties willen beleggen, zijn tot januari 1974 verplicht 'obligatieguldens' te kopen van andere ingezetenen die hun guldensbeleggingen willen verkopen.

107. Door arbitrage bedroeg het verschil tussen beide koersen veelal slechts 4 à 5%. Zie OECD (1982, p. 35) en Neme (1986, p. 178-179).

108. Zie Abraham (1974, p. 8-18), IMF (1974, p. 82) en Decaluwé & Steinherr (1976, p. 288-293).

109. Zie Argy (1987, p. 112 e.v.).

110. Zie Feldman (1986, p. 146-154).

poging om het Bretton Woods-stelsel in een gewijzigde en flexibeler vorm te handhaven, met het 'Smithsonian Agreement' van december 1971, loopt op een mislukking uit. In maart 1973 gaan de belangrijkste valuta's (beheerst) zweven ten opzichte van elkaar. In het kader van het slangarrangement handhaven de EG-landen onderling nog vaste wisselkoersen, maar zij gaan als geheel zweven ten opzichte van de dollar.

De wijziging in de monetaire orde, wekt de algemene verwachting dat de autoriteiten, ook zonder kapitaalrestricties, voorrang kunnen gaan geven aan binnenlandse beleidsdoeleinden. Met andere woorden, de behoefte aan kapitaalcontroles lijkt afgenomen door een verminderde zorg voor de stabilisatie van de wisselkoers.

Een pragmatische reden voor de liberalisatie van kapitaalbewegingen zijn de veranderingen in de internationale betalingsbalansverhoudingen als gevolg van de eerste oliecrisis. De olieprijschokken aan het eind van 1973 veroorzaken grote lopende rekeningtekorten in de olie-importerende landen (behalve de VS en West-Duitsland) en corresponderende overschotten in de Opec-landen. Om de financiering van hun betalingsbalanstekort te vergemakkelijken, gaan verschillende landen over tot het afschaffen van kapitaalimportbelemmeringen.

De 'recycling' van oliedollars is een belangrijke stimulans voor de groei van de euromarkten. De Opec-landen beleggen hun overschotten op grote schaal in de eurovalutamarkt. Landen met betalingsbalanstekorten stimuleren het binnenlandse bankwezen om eurodeposito's aan te trekken of de autoriteiten doen zelf een beroep op het middellange tot lange segment van de eurokredietmarkt. Onder invloed van de stimuleringsmaatregelen loopt het begrotingstekort van de overheid in veel landen immers flink op. De relatief soepele wijze, waarop het eurobankwezen de circulatie van oliedollars verzorgt, wekt (vooralsnog) de indruk dat de onevenwichtigheden financierbaar zijn<sup>111</sup>. Met de verminderde zorg voor de externe positie neemt de behoefte aan kapitaalcontroles verder af<sup>112</sup>.

Tenslotte zijn de ervaringen met kapitaalcontroles, opgedaan in de eindfase van Bretton Woods, niet erg bemoedigend. Het blijkt in de praktijk geen gemakkelijke opgave om restricties effectief te doen zijn<sup>113</sup>. Sinds het begin van de jaren zestig, zijn de mogelijkheden voor marktparticipanten om de nationale regelgeving van kapitaalbewegingen te omzeilen toegenomen. Belangrijke oorzaken voor de verminderde doeltreffendheid van de regulering zijn de groei van het internatio-

111. Er is een wisselwerking: de betalingsbalansonevenwichtigheden stimuleren de groei van de euromarkten en andersom, de ontwikkeling van het eurobankwezen stelt de middelen beschikbaar voor de financiering van omvangrijke onevenwichtigheden. Zie v. Roij (1992, p. 39-40). De succesvolle, wereldwijde financiële intermediatie door het eurobankwezen is mogelijk door de ontwikkeling van nieuwe kredietvormen, zoals syndicaatleningen en 'roll-over' kredieten. Zie Pecchioli (1983, p. 22) en v. Roij (1992, p. 29-31).

112. Zie V.d. Bergh (1987, p. 34-38).

113. De 'Technical Group on Disequilibrating Capital Flows' komt na een evaluatie van de oorzaken van en de maatregelen tegen destabiliserende kapitaalstromen vlak voor de val van Bretton Woods tot de conclusie, dat: "...certain limitations on the use of controls were recognized. Beyond a certain point, none had proven to be fully effective in withstanding massive flows. Attempts to make them more effective may involve a degree of administrative restriction which could damage trade and beneficial capital flows." - IMF (1974, p. 85).



nale handelsverkeer en de internationaliseringstendens in het bedrijfsleven, gevolgd door die in het bankwezen.

Multinationale ondernemingen kunnen, ondanks allerlei restricties, een gewenste valutapositie innemen door wijziging van de verrekenneprijzen of de betalingstermijnen voor leveringen tussen de bedrijfsonderdelen. In samenwerking met banken en andere 'multinationals' ontwikkelen zij financieringsmethoden voor buitenlandse investeringen die buiten het bereik van bestaande restricties vallen<sup>114</sup>.

Het herstel van de convertibiliteit van de belangrijkste valuta's en de groei van de internationale handel vormen de eerste impulsen voor de groei van het internationale bankbedrijf. Aanvankelijk bestaat het internationale bedrijf nog uit de traditionele activiteiten, zoals handelsfinanciering, maar met de opkomst van multinationale ondernemingen verandert de vraag naar financiële diensten. De internationalisering van het bankwezen en de opkomst van de eurovalutamarkten wordt ook gestimuleerd door de beperkte groei mogelijkheden van banken in sommige landen, als gevolg van de regulering van de binnenlandse financiële markten en de bancaire sector, en als gevolg van de langdurige toepassing van kapitaalrestricties. Steeds meer banken gaan daarop participeren in de euromarkten en vestigen zich in financiële centra buiten hun landsgrenzen met een minder stringente regelgeving en nieuwe groei mogelijkheden<sup>115</sup>. Tot op zekere krijgt de multinationalisering van het bankwezen een eigen dynamiek; naarmate het aantal banken in een financieel centrum groeit, krijgt het centrum door positieve externe effecten, een grotere aantrekkingskracht op andere banken<sup>116</sup>. De sterke concurrentie in deze centra stimuleert de ontwikkeling van nieuwe financiële instrumenten. De banken verwerven kennis over buitenlandse financiële systemen en gebruiken de moderne communicatietechnologie om arbitragemogelijkheden, als gevolg van verschillen tussen de regelgeving van landen, te benutten. Het gevolg van een en ander is een hogere mobiliteit van kapitaalbewegingen en een lagere effectiviteit van kapitaalcontroles.

In samenhang met deze omgevingsfactoren komt het liberaliseringsproces geleidelijk op gang. Na de devaluatie van de dollar in februari 1973 kondigen de autoriteiten in de *Verenigde Staten* aan de kapitaalexporten te willen liberaliseren. Eerder dan verwacht, worden in januari 1974 alle restricties, inclusief de 'Interest Equalization Tax', opgeheven. Deze algehele liberalisatie is mogelijk door de relatief sterke positie van de dollar en de verbetering van de lopende rekening. In verklaringen stellen de Amerikaanse autoriteiten dat de liberisering past in het officiële streven

114. Voorbeelden zijn constructies met valutaswaps en parallele leningen tussen twee 'multinationals'. Zie Wihlborg (1982), Rosenberg (1983, p. 49-51) en Merton (1992, p. 14-16).

115. Pecchioli (1983, p. 16-28) en Bryant (1986, p. 62-73) geven langs genoemde lijnen verklaringen voor de internationalisering van het bankwezen.

116. Zie Grilli (1989b, p. 390-394) en Peet (1992, p. 5-11) voor een uiteenzetting van de factoren die bijdragen tot de concentratie van internationale banken in financiële centra.

naar vermindering van het overheidsingrijpen in de werking van de financiële markten<sup>117</sup>. *Canada* volgt de VS en trekt alle richtlijnen ter beperking van kapitaalexporten in.

In *Zwitserland* worden de kapitaalimportrestricties (tijdelijk) opgeheven, nadat de franc in januari 1973 is gaan zweven. Vanaf januari 1974 begint *West-Duitsland* geleidelijk te liberaliseren: niet-ingezetenen krijgen meer mogelijkheden om in Duitse waardepapieren te beleggen en ingezetenen kunnen makkelijker in het buitenland krediet opnemen. In september 1974 wordt de 'Bardepot'-verplichting afgeschaft. Een jaar later is het renteverbod op deposito's van niet-ingezetenen ingetrokken en worden directe restricties op de aankoop van binnenlandse schuldtitels door niet-ingezetenen versoepeld<sup>118</sup>. In januari 1974 komt een einde aan de 'obligatiegelden'-markt in *Nederland*. Het negatieve controlestelsel, dat nog dateert van het Deviezenbesluit (1945), wordt sterk vereenvoudigd in 1977, met het oog op een stelselwijziging in 1981. Toch blijft nog een aantal kapitaalimportrestricties van kracht, onder meer ter ondersteuning van de binnenlandse kredietrestrictie<sup>119</sup>. In *Denemarken* worden de quota voor niet-ingezetenen, die in Deense effecten willen beleggen, in 1973 verhoogd en in 1975 afgeschaft. De liberalisering van kapitaalexporten volgt pas op beperkte schaal in 1978<sup>120</sup>. Begin 1974 besluiten de autoriteiten van *Frankrijk* tot opheffing van het dubbele wisselmarktstelsel. Om de bancaire kapitaalimport te stimuleren krijgen de vestigingen van buitenlandse banken in *Japan* hogere yen-conversierechten toebedeeld. Tevens worden herbeleggingsvoorschriften en andere beperkingen op de aankoop van rentedragende titels door niet-ingezetenen ingetrokken. In 1974 verlaagt *Australië* stapsgewijs, de renteloze deposito-verplichting voor buitenlandse leningen van ingezetenen van 33,3% naar 5%. In november wordt de 'Variable Deposit Requirement' opgeschort in verband met een zwakke externe positie en de speculatie tegen de Australische dollar<sup>121</sup>.

Toch verloopt het liberaliseringsproces in de tweede helft van de jaren zeventig traag en met onderbrekingen. De externe positie en de (gewenste) wisselkoersontwikkeling zijn in deze overgangsfase nog bepalend voor de bereidheid om het kapitaalverkeer te liberaliseren. De autoriteiten van *Japan* kiezen voor een geleidelijk liberaliseringspatroon. In samenhang met de deregulering

117. Hewson & Sakakibara (1975, p. 37-38) citeren Secretary of the Treasury, George Schultz, in een verklaring, d.d. 13 februari 1973: "The termination of the restraints on capital flows is appropriate in the light of our broad objective of reducing governmental controls on private transactions".

118. Zie Deutsche Bundesbank (1985, p. 17-18).

119. Door het grote aantal vrijstellingen van de vergunningsplicht is het Nederlandse controle-stelsel onoverzichtelijk geworden. De vereenvoudiging is geen versoepeling van de beperkingen. De restricties blijven materieel gehandhaafd met een beperkt aantal nieuwe voorschriften. Deze betreffen o.a. de toegang tot de binnenlandse kapitaalmarkt voor niet-ingezetenen, het opnemen van buitenlandse kredieten door ingezetenen en de overname van in Nederland gevestigde banken door buitenlandse banken. Voor statistische doeleinden blijft een meldingsplicht bestaan voor transacties die voorheen vergunningsplichtig waren. Zie De Nederlandsche Bank, (Kwartaalbericht, 1977, no. 2, p. 40-41).

120. De ingezetenen krijgen toegang tot een klein segment van de internationale kapitaalmarkt; ze mogen beleggen in obligaties uitgegeven door internationale instellingen waarvan Denemarken lid is. Zie Thygesen (1985, p. 60).

121. Zie Argy (1987, p. 118-120).



van het binnenlandse financiële systeem, wordt de richting en het tempo van het liberalisatieproces systematisch afgestemd op de positie van de Japanse yen in de valutamarkten. De timing en (soms) de tijdelijke intrekking van liberalisatiemaatregelen behoren samen met interventies, tot het instrumentarium voor het valutamarktbeleid. In de periode van 1973 tot 1980 kunnen drie fasen onderscheiden worden. Tot 1976 heeft de yen een relatief zwakke positie en de autoriteiten reageren door kapitaalimporten te stimuleren en kapitaalexporten af te remmen. In de tweede fase van 1977 tot 1979 nemen zij maatregelen om een (verdere) appreciatie van de yen te voorkomen; kapitaalimporten worden ontmoedigd en kapitaalexporten worden juist gestimuleerd. In 1979 en 1980 verandert het beleid opnieuw ter bevordering van kapitaalimporten, onder invloed van een verslechtering van de Japanse lopende rekening en een depreciatie van de yen<sup>122</sup>.

In veel landen met betalingsbalanstekorten gaat de liberalisatie aan kapitaalimportzijde samen met nieuwe restricties aan kapitaalexportzijde. Met de maatregelen probeert men ook wel de binnenlandse rente op een relatief laag niveau te stabiliseren, om de schuldenlast van de overheid te beheersen. Vanaf 1973 reguleert *Italië* kapitaalexporten met onder andere een verbod op leningen aan niet-ingezetenen en een 50% renteloze deposito-verplichting tegenover buitenlandse beleggingen van ingezetenen<sup>123</sup>. In *Frankrijk* is er een sterk verband tussen het lopende rekeningsaldo, de positie van de franc en de intensiteit van de kapitaalcontroles. In de tweede helft van 1973 komen er nieuwe kapitaalexportbeperkingen als gevolg van de oliecrisis en de speculatie tegen de Franse franc. De lopende rekeningoverschotten aan het eind van de jaren zeventig maken weer liberalisatiemaatregelen mogelijk<sup>124</sup>.

In landen als *Zwitserland* en in mindere mate *West-Duitsland* worden restricties opnieuw geïntroduceerd om speculatieve kapitaalstromen te remmen en om de het binnenlandse monetaire beleid te ondersteunen. Bij speculatie tegen de dollar eind 1977, wijkt West-Duitsland even af van de beleidslijn om het kapitaalverkeer te liberaliseren: de autoriteiten verhogen de minimumreserve-eisen voor deposito's van niet-ingezetenen. Ze zetten de beleidswijziging echter niet door; in juni 1978 worden de discriminerende reserve-eisen opgeheven<sup>125</sup>. In Zwitserland wisselen perioden van liberalisering (januari 1973-november 1974 en juli 1975-juli 1977) en perioden van intensievere controles elkaar af. De maatregelen van 1977/'78 zijn niet in staat om de vraag naar Zwitserse

122. Zie Argy (1982, p. 46-54), Eken (1984) en Ito (1986). Feldman (1986, p. 158) karakteriseert het Japanse liberaliseringsproces vanaf het midden van de jaren zestig als volgt: "The resulting deregulation was never abrupt, but the intent and the direction of regulatory changes were clear. Still, in times of crisis(...), the regulatory structure did respond to market pressures, but constraints were always lifted once crises passed, especially since many attempts at regulatory control appeared to be ineffective, judging from the wide swings in exchange rates."

123. Tegelijkertijd worden kapitaalimporten gestimuleerd: met uitzondering van de periode juli 1974-juni 1975 zijn ingezetenen, zowel banken als particulieren, vrij om in het buitenland krediet op te nemen. Zie Bartolini & Bodnar (1992, p. 2).

124. In juli 1980 worden de mogelijkheden voor directe buitenlandse investeringen en internationale handelsfinanciering aanzienlijk verruimd. Zie Neme (1986, p. 179 en p. 182) en Wyplosz (1988, p. 95).

125. Zie Deutsche Bundesbank (1985, p. 17). De aankoop van binnenlandse schuldtitels met een resterende looptijd tot 4 jaar door niet-ingezetenen blijft echter gerestringeerd. De autoriteiten willen de rol van de DM als internationale reserve- en beleggingsvaluta beperken.

francs te temperen; in september 1978 wijzigt het monetaire beleid fundamenteel. De Zwitserse centrale bank stelt een expliciete wisselkoersdoelstelling vast en laat deze prevaleren boven de geldhoeveelheidsdoelstelling. In de loop van 1979 kunnen de restricties worden afgeschaft door een zwakkere positie van de Zwitserse franc. De liberalisatie berust ook op het inzicht dat restricties op den duur geen vervangingsmiddel vormen voor beleidsaanpassingen<sup>126</sup>.

#### 4.6 De versnelling: groeiende integratie behalve in het EMS (1979-1984)

Aan het eind van de jaren zeventig raakt de *integratie* van nationale markten in een stroomversnelling door de wisselwerking tussen een aantal processen, te weten de liberalisering van de kapitaalstromen, de deregulering van de binnenlandse financiële markten en instellingen, en de verspreiding van financiële innovaties<sup>127</sup>.

Het *liberalisatie*proces gaat in veel landen samen met de *deregulering* van de binnenlandse financiële markten. Tot het begin van de jaren zeventig ontwikkelen de nationale financiële systemen zich tamelijk geïsoleerd. De binnenlandse financiële markten en instellingen zijn traditioneel zo sterk gereguleerd dat er weinig ruimte overbleef voor de vrije werking van het marktmechanisme<sup>128</sup>. Het werkteleijn van de financiële intermediairs was vrij scherp afgebakend en op de verschillende deelmarkten ontbrak sterke concurrentie door prijs- of hoeveelheidsvoorschriften<sup>129</sup>. In een dergelijke omgeving kon de binnenlandse financiële sector alleen functioneren als er geen buitenlandse concurrentie was.

Het overgereguleerde en beschermde financiële systeem voldoet op den duur niet meer. Door de veranderingen in de financiële omgeving gaan de banken zelf druk uitoefenen om hun werkteleijn te mogen uitbreiden<sup>130</sup>. De autoriteiten erkennen, in sommige landen eerder dan in andere, dat deregulering een voorwaarde is om de efficiëntie van het nationale financiële systeem te verho-

126. Tot de maatregelen van 1977/'78 behoort onder andere een negatieve rente van 10% per kwartaal op elke stijging in Zwitserse franc-deposito's van niet-ingezetenen; zij wijken echter uit naar de Euro-Zwitserse franc-markt. Zie OECD (1982, p. 30-31). Christensen (1986, p. 21) merkt in dit verband op: "The Swiss National Bank recognized that the main determinants of capital movements were monetary and other economic policies pursued in Switzerland or abroad. Adjustments in asset portfolios to reflect changes in economic conditions could not for a prolonged period be prevented by capital restrictions, because there was ample scope for circumvention."

127. Zie BIS (1986, p. 149-168), IMF (1988b, p. 35-49), Bröker (1989), Steinherr (1989) en v. Roij (1992a, p. 50-54).

128. Enkele redenen voor de hoge mate van regulering van de binnenlandse financiële sector zijn: (1) de negatieve ervaringen in de jaren dertig met faillissementen in het bankwezen; (2) het maatschappelijk belang bij een goed functionerend betalingssysteem en de centrale rol van banken daarin; de wens van de autoriteiten om (3) kleine depositehouders en beleggers te beschermen; en om (4) de allocatie van besparingen over investeringen te beïnvloeden; en (5) de toepassing van monetair politieke instrumenten om de geldcreatie door banken te beheersen. Zie Bröker (1989, p. 48-51) en King (1990, p. 572-574).

129. In het geval van banken kan gedacht worden aan directe kredietrestrictie-regelingen en tariefvoorschriften, zoals renteplafonds op deposito's. Eind 1980 hebben binnen het OESO-gebied, alleen de banken in Canada, Duitsland, Italië en Nederland *geen* officiële voorschriften voor hun tarieven. Zie Bröker (1989, p. 153-166).

130. Zij kunnen dit omdat de autoriteiten gevoelig zijn voor het behoud van werkgelegenheid in de bancaire sector en maatregelen zullen nemen om de concurrentiepositie van het binnenlandse bankwezen op de internationale markten te verstevigen. Concurrentie tussen verschillende nationale financiële systemen lokt al snel concurrentie uit tussen de toezichthouders. Zie Oort & Schotsman (1988, p. 69).



gen<sup>131</sup>. Daarop bevorderen zij de concurrentie in het systeem, door branchevervaging tussen intermediairs op vanouds gescheiden deelmarkten, toe te staan en door buitenlandse banken toe te laten tot de binnenlandse financiële markten. Door de concurrentie reageert het aanbod van financiële diensten beter op veranderingen in de vraag, terwijl de kosten van het intermediatieproces teruglopen. De dereguleringsstrend moet ook gezien worden in het licht van de verminderde effectiviteit van de nationale regelgeving<sup>132</sup>. De regulering veroorzaakt niet alleen starre concurrentieverhoudingen en inefficiënties. Ze mist ook haar doel door de ontwikkeling van financiële innovaties, door de grotere toegankelijkheid van buitenlandse markten en door de toetreding van nieuwe intermediairs (bijv. het 'near-banking'-verschijnsel).

Sedert midden jaren zeventig heeft het *financiële innovatie*proces een hoge vlucht genomen. Daarvoor zijn verschillende oorzaken aan te wijzen<sup>133</sup>. Een belangrijke oorzaak is de toegenomen onzekerheid in de financiële markten. Hogere inflatieniveaus, fluctuaties in rentestanden en wisselkoersen leiden allen tot vraag naar nieuwe instrumenten om de risico's af te dekken. De vraag naar innovaties wordt ook gestimuleerd door de wens om toegang te krijgen tot bepaalde financiële markten in binnen- of buitenland. Het succes van de innovaties hangt dan af van de mate waarin zij bestaande regelgeving omzeilen dan wel andere marktimperfecties opheffen<sup>134</sup>. De financiële innovaties verminderen dus de segmentatie van deelmarkten binnen een nationaal financieel systeem en stimuleren de internationale integratie van markten.

De aanwezigheid van buitenlandse banken is van groot belang voor de snelheid waarmee innovaties worden geïntroduceerd in nationale financiële systemen. Zij beschikken over de vereiste 'know-how' op het gebied van 'financial engineering' en voor hen is de prikkel om te innoveren groot, vanwege een beperkte binnenlandse deposito-basis. Een fundamentele aanbodfactor is de ontwikkeling van de computer- en communicatietechnologie. De nieuwe technieken zorgen voor een brede verspreiding en snelle verwerking van informatie en ze veroorzaken een substantiële daling van de transactie- en informatiekosten<sup>135</sup>. De verbeterde informatievoorziening stimuleert

131. Steinherr (1989, p. 53) wijst erop dat verouderde wetgeving, waarin veelal op basis van de ervaringen in de jaren dertig, een scheiding aangebracht wordt tussen diverse typen financiële instellingen, leidt tot grotere systematische risico's omdat de instellingen hun activiteiten en de daaraan verbonden risico's niet kunnen spreiden.

132. Crook (1992, p. 10) concludeert in dit verband: "One reliable result in economics is that systems of regulation that distort prices are continually breaking down, whether governments like it or not. Distorted prices create shortages and opportunities for profit. To exploit these opportunities, people and firms find ways round the rules. As a result, deregulation is often no more than an acknowledgement that the rules are no longer working. In such cases deregulation is as much an effect as a cause."

133. Zie bijvoorbeeld Germany & Morton (1985), BIS (1986, p. 169-186), Levich (1987, p. 31-36), Sijben (1988, p. 48-53), Mishkin (1990, p. 1-15) en Miller (1992, p. 5-7).

134. Kane (1985, p. 97) noemt het wisselende proces van regulering en ontwijking, de 'regulatory dialectic'; hij stelt dat autoriteiten het traagst reageren: "In the regulatory dialectic, political processes of regulation and economic forces of avoidance adapt continually to each other like riders on a seesaw. This alternating adaptation is not continuous. Rather it develops as a series of lagged responses. Moreover, because of essential differences in the capacity for creative adaptation (...) of regulators, regulatees and unregulated competitors, avoidance lags tend to be shorter than regulatory lags."

135. Hoewel bijna alle artikelen over financiële innovaties het belang van technologische ontwikkelingen benadrukken, zijn er maar weinig auteurs die de daling van de informatie- en transactiekosten weten te kwantificeren. Het Cross-rapport (BIS, 1986, p. 195) houdt het erop dat: "...the costs of processing and transmitting information have declined by as much as 98 per cent over the past twenty years."

internationale arbitrage en vormt zo een belangrijke drijfveer achter de globalisatie van financiële markten. De verbreding en de verdieping van het marktpotentieel stelt financiële instellingen in staat om een handel in nieuwe producten op te zetten en te onderhouden. De introductie van financiële innovaties wordt een onderdeel van de bankstrategie; de sterke concurrentie met andere instellingen zet de winstmarges op de originele activiteiten onder druk. Om hun winstgevendheid op peil te houden, lanceren zij nieuwe producten, die (in het begin nog) meer winstinkomen opleveren.

De wisselwerking tussen liberalisering, deregulering en innovatie leidt tot een verminderde doeltreffendheid van voorschriften en restricties. De macro-economische ontwikkelingen brengen tegelijkertijd een heroriëntatie op de noodzaak van regulering teweeg. Het stagflatie-verschijnsel na de eerste oliecrisis en de daaropvolgende ontwikkeling in de macro-economische theorievorming leiden tot een wijziging in het standpunt van de beleidsautoriteiten omtrent het functioneren van markten. In de nieuwe visie komt de vrije werking van het marktmechanisme centraal te staan<sup>136</sup>.

In *Groot-Brittannië* wordt de vrije-marktfilosofie door de zojuist verkozen, conservatieve regering Thatcher in hoog tempo in praktijk gebracht. In juni 1979 worden de eerste liberalisatiemaatregelen aangekondigd en in oktober 1979 zijn de laatste restricties ingetrokken. Hoewel achter deze radicale aanpak, onmiskenbaar ideologische motieven schuilen, is de timing, ook hier, niet geheel onafhankelijk van de sterke positie van het pond in de valutamarkten<sup>137</sup>. De liberalisering stimuleert de kapitaalexport: vanaf eind 1979 vindt er een grote verschuiving plaats in de beleggingstroom naar buitenlandse effecten, de valutasubstitutie (uit sterling) neemt toe en Britse ondernemingen brengen hun buitenlandse schuldposities in korte tijd terug<sup>138</sup>. Het externe liberalisatieproces heeft ook gevolgen voor de vormgeving van het interne beleid. Het is niet langer zinvol om de kredietverlening door banken te restricteren met behulp van het gangbare kasreserve-instrument, aangezien ingezetenen die kredieten willen op nemen, zich voortaan kunnen wenden tot 'offshore'-centra. De Bank of England schaft in juni 1980 het zg. 'corset' af, waarmee ze de balansontwikkeling van de binnenlandse banken in bedwang hield sedert 1973<sup>139</sup>.

Het Britse voorbeeld om in korte tijd te liberaliseren vindt op beperkte schaal navolging. *Australië* (1983) en *Nieuw-Zeeland* (1984) kiezen ook voor een rigoureuze liberaliseringsmethode met de

136. Zie OECD (1990, p. 35-38) en Sijben (1990, p. 5).

137. De appreciatie van het pond is een gevolg van de prijsstijgingen in de oliemarkt. Vanwege de Britse olieproductie wordt algemeen een verbetering van de Britse handelsbalans verwacht. Bovendien beschouwen beleggers het pond als een goede 'hedge' tegen de gevolgen van verdere olieprijsstijgingen. Zie Argy (1982, p. 63-66) en Brown (1987, p. 368-373).

138. De liberalisering bestaat uit de afschaffing van: de 'investment currency'-markt, de voorschriften inzake de repatriëring van buitenlandse winsten door Britse bedrijven en de beperkingen op de directe buitenlandse investeringen van Britse bedrijven. Zie Bank of England (1981).

139. Zie Artis & Taylor (1990, p. 180-181).



bedoeling, de overheidsinvloed op het functioneren van financiële markten terug te dringen<sup>140</sup>. In Australië voeren de autoriteiten een ingrijpende modernisering van het financiële bestel door. Het pakket dereguleringsmaatregelen is gebaseerd op het rapport van de zg. 'Committee of Inquiry into the Australian Financial System' (1981)<sup>141</sup>. De beslissing om de Australische dollar te laten zweven, is doorslaggevend voor de afschaffing van bijna alle kapitaalrestricties in december 1983.

De veranderingen in de internationale betalingsbalansverhoudingen na de tweede oliecrisis zijn voor andere landen een meer pragmatische reden voor de versnelde liberalisering van het kapitaalverkeer. De meeste landen volgen een geleidelijker liberalisatiepatroon.

Gedurende 1979 verschijnen in *Japan* de eerste voorstellen voor nieuwe wetgeving ten aanzien van het internationale betalingsverkeer. Met de inwerkingtreding van de 'New Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law' in december 1980, schakelt Japan over op een positief stelsel. De herziening brengt een aantal liberalisatiemaatregelen met zich mee, maar voor andere kapitaalverrichtingen blijven beperkingen bestaan<sup>142</sup>. De nieuwe wet is evenwel een belangrijk keerpunt; na 1980 voeren de autoriteiten geen nieuwe controles meer in om het kapitaalverkeer te sturen. Bovendien is het liberalisatieproces na de stelselwijziging minder afhankelijk van de Japanse externe positie dan voorheen<sup>143</sup>.

De oliecrisis veroorzaakt een hoog lopende rekeningtekort in *West-Duitsland*. Om de financiering van dit tekort te vergemakkelijken worden in de loop van 1980/'81 de overgebleven beperkingen op de aankoop van rentedragende schuldtitels en Duits geldmarktpapier door niet-ingezetenen opgeheven. Eén van de verwachte voordelen van de liberalisering is een grotere bereidheid van buitenlandse handelspartners om transacties in D-marken aan te gaan, waardoor het wisselkoersrisico van Duitse importeurs en exporteurs van goederen en diensten zal dalen<sup>144</sup>.

De liberaliseringsgolf in de periode 1979-1984 voltrekt zich vooral in landen met zwevende wisselkoersen, inclusief *West-Duitsland*, het ankerland van het Europese Monetair Stelsel (EMS). Bij andere deelnemers aan het Europese wisselkoersmechanisme is de afschaffing van kapitaalrestric-

140. Zie OECD (1990, p. 46).

141. Zie Argy (1987, p. 126) en Glyn (1989, p. 3 e.v.). Tot de dereguleringsmaatregelen behoren: (1) de afschaffing van renteplafonds en kwantitatieve controles op het bankwezen, (2) de versoepeling van voorschriften voor spaarbanken, (3) de introductie van een tendersysteem voor de emissie van overheidsobligaties.

142. De Japanse liberaliseringsmaatregelen betreffen het krediet- en depositoverkeer in vreemde valuta, de beleggingsmogelijkheden voor niet-ingezetenen en de vrijheid voor Japanse ondernemingen om in het buitenland middelen aan te trekken. Na 1980 blijven er beperkingen bestaan op het kapitaalverkeer van Japanse overheidsinstellingen, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen en op de valuta-termijn-transacties van ingezetenen. Er blijven tevens beperkende richtlijnen bestaan voor het emissieverkeer, zowel voor niet-ingezetenen in Japan als voor ingezetenen op de Euroyen-obligatiemarkt.

143. "The relationship between the yen rate and the pace of liberalization of capital flows, evident in the 1970s, has not been observed since 1980." Zie Eken (1984, p. 515-517).

144. Zie Deutsche Bundesbank (1985, p. 19).

ties nog niet aan de orde. Na de verkiezing van president Mitterand in mei 1981 komt er abrupt, een einde aan een periode van liberalisering in *Frankrijk*. De Franse regering gaat de recessie te lijf met stimuleringsmaatregelen, terwijl andere landen juist overschakelen op een restrictiever beleid om de inflatie na de tweede oliecrisis te temperen<sup>145</sup>. Inflatieverwachtingen en het tekort op de lopende rekening zetten de franc al snel onder druk. Om de positie van de franc in het EMS te verdedigen, voeren de autoriteiten nieuwe kapitaalexportrestricties in. Directe buitenlandse investeringen worden gelimiteerd en aan financieringsvoorschriften onderworpen. Voor het uitgaande portefeuilleverkeer herintroduceren zij de zg. 'devise-titre'-markt. Franse importeurs en exporteurs krijgen opnieuw te maken met beperkende internationale betalingsvoorschriften<sup>146</sup>. Sedert het begin van de jaren zeventig had *Italië* al een restrictief regime opgebouwd. Voor directe buitenlandse investeringen en het uitgaande beursverkeer gelden financieringsvoorschriften of een renteloze depositoverplichting. Ook zijn er richtlijnen voor de afwikkeling van internationale handelsbetalingen van Italiaanse bedrijven. Het dubbele valutastelsel van de *Belgisch-Luxemburgse Economische Unie* blijft functioneren, ook na de toetreding tot het EMS. In het begin van de jaren tachtig neemt de Belgische centrale bank nog enkele maatregelen om de deelmarkten beter van elkaar te scheiden<sup>147</sup>.

Het beroep op kapitaalcontroles door de 'zwakkere' EMS-landen wordt wel geïnterpreteerd als een weerspiegeling van het asymmetrische functioneren van het EMS<sup>148</sup>. In deze visie stelt West-Duitsland onafhankelijk van de andere EMS-landen, zijn monetaire beleid vast. De lidstaten die een ruimer monetair beleid willen voeren, kunnen dat alleen combineren met de vaste wisselkoersdoelstelling bij een beperkte mate van kapitaalmobiliteit<sup>149</sup>. Gezien de geringe effectiviteit van kapitaalcontroles, krijgen zij in de praktijk, slechts op korte termijn enige beleidsautonomie. Bij oplopende spanningen in het EMS, niet zelden als gevolg van een grote vraag naar D-marken bij een zwakke positie van de Amerikaanse dollar, moeten deze landen uiteindelijk, hun beleid aanpassen of een devaluatie van hun valuta ten opzichte van de D-mark accepteren<sup>150</sup>. Frequente

145. Zie OECD (1988, p. 56-64).

146. Zie IMF, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Annual Report 1982 en 1983 voor de Franse restrictiemaatregelen in de periode 1981-1982. In deze jaarverslagen zijn overigens alle maatregelen en voorschriften van IMF-leden t.a.v. het internationale betalingsverkeer, terug te vinden.

147. In de tweede helft van 1981 ligt de vrije koers ver beneden de officiële koers door een devaluatieverwachting. Tot de maatregelen behoren: beperkingen op de vreemde valutaposities van banken en voorschriften voor de repatriëring van exportopbrengsten. Zie Steinherr & De Schrevel (1988, p. 129-130).

148. Zie bijvoorbeeld Giovannini (1989) en Giavazzi & Giovannini (1989, p. 63-83 en p. 164).

149. In een wisselkoersmechanisme met n-landen zijn er immers maar n-1 wisselkoersen te stabiliseren. Het n-de land heeft dan de handen vrij om het monetaire beleid af te stemmen op binnenlandse doeleinden. Het is overigens niet zo, dat de institutionele opzet van het EMS automatisch leidt tot de asymmetrie. De verplichting om te interveniëren geldt evenzeer voor West-Duitsland. Zie Gros & Thygesen (1992, p. 136-150) voor een bespreking van empirisch onderzoek naar de (a)symmetrie in het EMS.

150. In de jaren 1979-1986 vinden bijna alle EMS-herschikkingen plaats gedurende perioden waarin de D-mark relatief sterk staat ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De vraag is of dat een gevolg is van de asymmetrie in het EMS. Juist omdat Frankrijk en Italië kapitaalcontroles hanteren in deze beginfase, zijn hun valuta's minder aantrekkelijk voor internationale beleggers die uit de dollar vluchten. Het gebruik van kapitaalrestricties is immers een signaal dat een land niet bereid is het interne monetaire beleid af te stemmen op de externe wisselkoersdoelstelling. Het gebruik van kapitaalexportrestricties maakt in deze redenering de valuta van een land zwak. Zie Gros & Thygesen (1992, p. 137-138).



devaluaties bij EMS-herschikkingen dragen niet bij tot een geloofwaardig beleid. Daarentegen neemt de geloofwaardigheid van de autoriteiten toe, als zij afzien van kapitaalcontroles en als zij hun interne beleidsautonomie opgeven, en de rente inzetten, ter ondersteuning van de wisselkoersdoelstelling. In deze fase volgen twee kleinere EMS-landen, Nederland en Denemarken, deze weg.

*Nederland*, dat zijn munt koppelt aan de D-mark, stapt met de Wet Financiële Betrekkingen Buitenland in mei 1981 over op een positief stelsel. Het grensoverschrijdend kapitaalverkeer is daarmee nog niet helemaal vrij. Er wordt een vijftal uitvoeringsvoorschriften uitgevaardigd. Deze houden onder andere een vergunningsplicht in voor emissies van niet-ingezetenen op de binnenlandse kapitaalmarkt en voor korte en middellange buitenlandse kredieten aan ingezetenen. Na beëindiging van de binnenlandse kredietrestrictie in tweede helft van 1981, wordt de restrictie op het inkomend kredietverkeer al versoepeld. In september 1983 verdwijnt deze vergunningsplicht definitief<sup>151</sup>.

De verkiezing van een liberaal-conservatieve (minderheids-) regering in september 1982 brengt in *Denemarken* een fundamentele koerswijziging in het valutabeleid. Tot die tijd devalueerde de Deense kroon in EMS-verband vier keer ten opzichte van de D-mark. De devaluaties leidden niet tot de verwachte verbetering in het lopende rekeningtekort. Ze moedigden enkel devaluatie- en inflatieverwachtingen aan, waardoor de binnenlandse rente een hoog niveau bereikte (> 20%). De nieuwe regering schakelt in oktober 1982 over op een restrictief budgettair beleid en een matigende loonpolitiek. Het Deense wisselkoersbeleid wint hierdoor direct aan geloofwaardigheid in de financiële markten; de rente zet prompt na de aankondiging van de maatregelen een dalende trend in. De geloofwaardigheid van het nieuwe beleid groeit door de liberalisatie van het kapitaalverkeer. De Deense autoriteiten volgen in de periode 1983/'86 een geleidelijk, maar evenwichtig liberalisatiepad: kapitaalimporten en kapitaalexporten worden gelijktijdig geliberaliseerd<sup>152</sup>.

#### 4.7 Naar de volledige liberalisering van kapitaalstromen (1984-1992)

In deze fase maken de OESO-landen een algemeen economisch herstel door. Bij een hogere economische groei en een lagere inflatie convergeert de economische ontwikkeling van de landen tot op zekere hoogte. Wereldwijd blijven er betalingsbalansonevenwichtigheden bestaan. Ze zijn alleen anders gesitueerd dan voorheen. De lopende rekeningoverschotten van de Opec-landen en de tekorten van olie-importerende (ontwikkelings-)landen lopen terug. De onevenwichtigheden bevinden zich thans in de geïndustrialiseerde wereld met overschotten in Japan en West-Duitsland en een hoog tekort in de Verenigde Staten. Door deze geografische verschuivingen en door de

151. Zie De Nederlandsche Bank (Kwartaalbericht 1981, no. 1, p. 45-46), Van Ees e.a. (1989, p. 95-97) en Van Straaten (1989, p. 298).

152. Zie Thygesen (1985), Andersen & Risager (1988, p. 674-678) en OECD (1990, p. 45-46).

internationale schulden crisis (1982) concentreren de kapitaalbewegingen zich binnen de geïndustrialiseerde wereld.

De gevolgen zijn groot voor de financiële markten; het intermediatieproces verloopt nu minder via het bankwezen (desintermediatie) en meer via de internationale kapitaalmarkten (effectisering). Met het verdwijnen van de Opec-overschotten daalt de vraag naar eurovalutadeposito's. De belangstelling van (institutionele) beleggers uit de geïndustrialiseerde wereld, met name Japan, voor eurodeposito's is gering, omdat de schuldenproblematiek de soliditeit van het internationale bankwezen heeft aangetast. De banken reageren door hun kredietverlening (syndicaatleningen) aan landen met schuldproblemen terug te brengen en door de verhandelbaarheid van hun activa te vergroten. Tevens verleggen zij hun werkterrein naar ('off balance sheet') activiteiten die provisie-inkomsten opleveren. Terwijl landen met schuldproblemen minder toegang krijgen tot de Eurokredietmarkt, wordt het voor kredietnemers uit de geïndustrialiseerde wereld door de liberalisering, deregulering en ontwikkeling van financiële innovaties, niet alleen mogelijk, maar veelal ook aantrekkelijk om schuldtitels te emitteren op de Eurokapitaalmarkt<sup>153</sup>.

Onder de gunstige economische omstandigheden bereikt de vrijmaking van de internationale kapitaalstromen een naoorlogs hoogtepunt. Kenmerkend voor het liberalisatieproces in deze fase is de hoge mate van internationaal overleg. De financiële integratie wordt als het ware geïnstitutionaliseerd. De *institutionalisering* komt tot uitdrukking in een *verdieping* van de afspraken binnen de diverse overlegfora, met name de EG, de OESO, de BIS en het GATT, alsmede in bilaterale akkoorden. Tegelijkertijd is er sprake van een *verbreding*; de aandacht gaat niet alleen uit naar de vrijheid van kapitaaltransacties, maar ook naar de vrijheid van financiële dienstverlening.

Uiteraard kan men zich afvragen of de institutionalisering van het liberalisatieproces een blijvende waarborg zal bieden voor de vrijheid van kapitaalbewegingen in de toekomst. Daartegenover staat dat marktparticipanten die eenmaal toegang gekregen hebben tot buitenlandse financiële markten, wegens vinden om nieuwe restricties te omzeilen<sup>154</sup>.

Onder druk van de Amerikaanse regering Reagan treedt in 1983/'84 een opmerkelijke versnelling op in het liberalisatiepatroon van Japan. Het Amerikaanse bedrijfsleven klaagt over oneerlijke concurrentie; in deze visie leidt de manipulatie van het kapitaalverkeer en de geringe openheid van het Japanse financiële systeem tot een onderwaardering van de yen. Aan Japanse zijde prefereert men een hoger liberalisatietempo boven een slepend handelsconflict met de VS. In november 1983

153. Zie Steel e.a. (1986, p. 27-37) en v. Roij (1992b) voor een heldere analyse van de genoemde tendensen en met name het effectiseringsfenomeen op de internationale financiële markten.

154. Zie Szasz (1988, p. 10). Belangrijk is in deze ook dat met de liberalisering, de kennis bij het justitiële apparaat verdwijnt om overtredingen van (nieuwe) restricties te berechten. In het verleden was dit al niet eenvoudig, zo schrijft Szasz: "Ik herinner mij sinds de jaren zeventig geen veroordelingen wegens deviezenovertreding. In de praktijk was de enige sanctie op geconstateerde overtredingen een FIOD-onderzoek, dat als sanctie werd ervaren, omdat daarbij dikwijls ook fiscale overtredingen aan het licht kwamen waar de kans groter was dat zij tot een veroordeling zouden leiden."



doet de Japanse regering de eerste concrete toezeggingen. Tevens wordt de zg. '*Yen/Dollar Working Group*' ingesteld, met vertegenwoordigers van de Japanse en de Amerikaanse autoriteiten. In mei 1984 bereikt de werkgroep een overeenkomst; behalve de liberalisatie van kapitaalstromen, belooft Japan de binnenlandse financiële markten te dereguleren en open te stellen voor niet-ingezetenen<sup>155</sup>.

In het Amerikaanse-Japanse akkoord worden bijvoorbeeld afspraken gemaakt over de afschaffing van rentevoorschriften in de depositomarkten. In de loop van 1985 mogen banken nieuwe typen waardepapieren aanbieden tegen de geldmarktrente. De renteplafonds op grotere termijndeposito's werden afgeschaft in oktober 1985. Sindsdien zijn de beperkingen ten aanzien van de minimumomvang en de minimumlooptijd van deze deposito's versoepeld. Daarnaast krijgen buitenlandse banken meer vestigingsmogelijkheden in Japan en mogen zij hun werkterrein uitbreiden. Bij het ontbreken van een ruime deposito-basis krijgen zij in juni 1984 faciliteiten om Japanse yen te verwerven door middel van dollarswaps. In april 1984 participeren buitenlandse banken voor het eerst in het syndicaat dat de emissie van Japanse overheidsobligaties verzorgt. In de loop van 1985 mogen zij het vermogensbeheer in hun dienstenpakket opnemen. In 1986 treden de eerste buitenlandse effecteninstellingen toe tot de aandelenmarkt van Tokio.

De Japanse autoriteiten beloven in het akkoord ook het gebruik van de yen bij internationale handels- en kapitaaltransacties te stimuleren. Voor wat betreft het kapitaalverkeer worden de voorwaarden voor emissies op de Euroyen-kapitaalmarkt in de loop van 1985 versoepeld<sup>156</sup>. Ingezetenen krijgen makkelijker toegang tot de niet-gereguleerde Euroyenmarkt en hierdoor verliezen de Japanse autoriteiten geleidelijk hun greep op de binnenlandse kredietverlening. In april 1988 is men met de implementatie van het Amerikaans-Japanse akkoord zo ver gevorderd dat de werkgroep kan worden opgeheven.

De financiële integratie van de *Europese Gemeenschap* is aan het eind van de jaren zestig vastgelopen. Tegen de bedoeling van de Verdragsbepalingen in, doen de lidstaten een langdurig beroep op de vrijwaringsclausules om zich aan de Europese richtlijnen te onttrekken<sup>157</sup>. In 1983/'84

155. De liberalisatie betreft kapitaalexporten (emissies van yenobligaties door niet-ingezetenen en de kredietverlening door Japanse banken aan niet-ingezetenen) én kapitaalimporten (aankoop van onroerend goed en directe investeringen door niet-ingezetenen in Japan). Frankel (1984) geeft een analyse van de politieke achtergronden van de '*Yen/Dollar Agreement*' en van de Japanse toezeggingen in het akkoord. Zie Osugi (1990, p. 10-41) voor de Japanse maatregelen na 1984.

156. De Japanse autoriteiten kunnen invloed uitoefenen op de (voorwaarden van) euroyenobligatie-emissies in een buitenlands financieel centrum, doordat (1) met name Japanse ondernemingen geïntereseerd zijn in uitgifte van euroyenobligaties, maar vooral doordat (2) het zg. '*lead-managment*' (tot december 1984) voorbehouden is aan Japanse banken. Aanvankelijk mochten alleen internationale organisaties en soevereine staten met een hoge kredietwaardigheid, euroyen-obligaties uitgeven. Na december 1984 geldt voor een niet-ingezetene, als emissie-voorwaarde, minimaal een zg. '*A-rating*'. De toetredingsvoorwaarden blijven voor ingezetenen strenger dan voor niet-ingezetenen. De belangstelling van ingezetenen voor de uitgifte van euroyen-obligaties neemt pas toe na afschaffing van bronbelastingen op de rente-inkomsten van niet-ingezetenen in april 1985. Zie Frankel (1984, p. 40-41) en Osugi (1990, p. 10-15).

157. Frankrijk heeft bijvoorbeeld al sinds mei '68 een vrijwaring van de liberalisatieverplichtingen op grond van artikel 108. Pas halverwege de jaren tachtig stelt de Commissie, op aandringen van West-Duitsland en Nederland, een tijdslimiet aan het beroep op de vrijwaringsclausules. Zie Szasz (1988, p. 9).

veranderen de omstandigheden echter. De gunstiger economische ontwikkelingen en de initiatieven van de Europese Commissie doen de Europese integratie-gedachte opleven. In december 1984 besluit de Commissie de reikwijdte en de geldigheidsduur van de derogaties in te krimpen, voor *Frankrijk* tot eind 1986, en voor *Ierland* en *Italië* tot eind 1987. In november 1985 krijgt *Griekenland* drie jaar ontheffing van de liberalisatieverplichtingen. Op basis van de toetredingsakte (1985) gelden voor *Spanje* en *Portugal* aparte overgangsmaatregelen tot eind 1990, respectievelijk eind 1992<sup>158</sup>.

Met de presentatie van het Witboek (juni 1985) brengt de Commissie meer vaart in het Europese integratieproces. Een actieplan, bestaande uit zo'n 300 maatregelen, moet leiden tot één interne markt met volledig vrij verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal. Het vernieuwende van *Europa '92* zit niet in de argumenten voor de interne markt, maar in de benaderingswijze; voorheen was de harmonisatie van de wet- en regelgeving in de lidstaten een voorwaarde vóór integratie. Om de interne markt sneller te verwezenlijken, introduceert het Witboek de beginselen *wederzijdse erkenning* en *minimale harmonisatie*. Om te beginnen, erkennen de lidstaten de gelijkwaardigheid van elkaars' regelgeving (ook al zijn er verschillen), in de veronderstelling dat zij dezelfde doeleinden nastreven<sup>159</sup>. Vanuit dat principe is het mogelijk om de harmonisering van de wetgeving te beperken tot enkele hoofdpunten die essentieel zijn voor de openstelling van grenzen<sup>160</sup>. Ten behoeve van een slagvaardiger Europese besluitvorming, wijzigt de Europese Akte (1986), het Verdrag van Rome; voortaan kan de Raad met een gekwalificeerde meerderheid beslissen over aanpassingen in de regelgeving van de lidstaten voor een goede werking van de interne markt. Voor een beperkt aantal uitzonderingen (onder andere fiscale bepalingen) blijft unanimiteit in de Raad echter vereist. In de Akte wordt de voltooiing van de interne markt per 31 december 1992 tevens een officiële doelstelling van de Gemeenschap.

Ter realisatie van vrij *kapitaalverkeer* binnen de EG, volgt de Commissie een twee fasenprogramma<sup>161</sup>. Tot de eerste fase behoren een verscherping van de voorwaarden voor het beroep op de vrijwaringsclausules en een uitbreiding van de onvoorwaardelijke liberalisatieverplichtingen middels een richtlijn (1986)<sup>162</sup>. De richtlijn treedt op 28 februari 1987 in werking. *Nederland*

158. Denemarken doet sinds 1983 geen beroep meer op de vrijwaringsclausule onder artikel 73 uit het EG-Verdrag. Frankrijk, Italië en Ierland doen een beroep op artikel 108; zij behoeven niet aan de Europese liberalisatieverplichtingen te voldoen vanwege betalingsbalansproblemen. Zie EG (1988, p. 16-17).

159. Het principe van wederzijdse erkenning komt voort uit een arrest van het Europese Hof van Justitie, bekend onder de naam "Cassis de Dijon" (1978). Het Hof bepaalde dat, als een produkt (of dienst) op legale wijze verkocht werd in één van de lidstaten, andere lidstaten de import van het produkt niet mogen tegenhouden op basis van binnenlandse voorschriften. Verschillen in regelgeving mogen dus niet gebruikt worden om het integratieproces te belemmeren. Zie Neven (1992, p. 100).

160. Het zal niet verbazen dat de oude benadering mede als gevolg van de uitbreiding van het aantal EG-leden, een tijdrovende procedure opleverde. Zie Servais (1991, p. 11-12).

161. Het programma van de Commissie is opgenomen in EG (1988, p. 15-21).

162. Deze richtlijn wijzigt voor de derde keer de indeling van de kapitaalverrichtingen over de lijsten A t/m D. Tot de onvoorwaardelijke liberalisatieverplichtingen behoren nu ook: de handel in niet-genoteerde waardepapieren, de toelating van effecten tot de kapitaalmarkt en langlopende handelskredieten. Tevens wordt het verschil tussen lijst A en lijst B opgeheven; de verrichtingen waarop een onvoorwaardelijke liberalisatieverplichting rust, moeten plaatsvinden tegen de (een en dezelfde) officiële wisselkoers.



voldoet al aan de nieuwe verplichtingen sinds de intrekking van het uitvoeringsvoorschrift voor het buitenlandse beroep op de kapitaalmarkt in oktober 1986. Niet-ingezetenen kunnen hierdoor onbelemmerd lenen en transacties ondernemen op de binnenlandse kapitaalmarkt<sup>163</sup>. In *Frankrijk* vinden een viertal liberalisatierondes plaats tussen april 1986 en mei 1987<sup>164</sup>. Eind 1986 zijn de Fransen zo ver gevorderd dat alleen *Italië*, *Ierland* en *Griekenland* nog een beroep doen op een vrijwaring (art. 108)<sup>165</sup>.

In de tweede fase worden de liberalisatieverplichtingen uitgebreid tot de kapitaalverrichtingen in de korte sfeer. Eén Europese financiële ruimte met volledige vrijheid van financiële dienstverlening is immers niet denkbaar zonder kortlopende kapitaalbewegingen. De richtlijn van 24 juni 1988 dwingt de lidstaten *alle* vormen van kapitaalverkeer te liberaliseren per 1 juli 1990<sup>166</sup>. Het onderscheid tussen voorwaardelijke en onvoorwaardelijke liberalisatieverplichtingen uit de eerdere richtlijnen komt hiermee te vervallen. Bovendien moeten alle kapitaalbewegingen plaatsvinden tegen dezelfde wisselkoers als het lopende verkeer. Voor *België* en *Luxemburg* betekent dit de afschaffing van de dubbele wisselmarkt in maart 1990<sup>167</sup>. In artikel 6.2 van de richtlijn krijgen *Spanje*, *Portugal*, *Griekenland* en *Ierland* uitstel van sommige liberalisatieverplichtingen tot 31 december 1992. Als Portugal en Griekenland dan nog niet in staat zijn om tot liberalisatie over te gaan, kan de Raad, na een onderzoek van de Commissie, besluiten de uitsteltermijn te verlengen met maximaal drie jaar tot eind 1995. De richtlijn maakt voor *Italië* geen uitzondering meer; na enkele belangrijke liberalisatiemaatregelen in de loop van 1987, is Italië in januari 1988 overgeschakeld op een positief stelsel<sup>168</sup>.

In de richtlijn is het zg. 'erga omnes'-principe opgenomen (art. 7.1): de lidstaten *streven* naar eenzelfde liberalisatiegraad ten opzichte van derde landen, als binnen de EG. Het beginsel sluit niet uit dat de toegang van niet EG-ingezetenen tot de EG-markten, beperkt wordt op grond van

Zie Benink (1990, p. 45-73) voor de Europese richtlijnen inzake het kapitaalverkeer.

163. Zie De Nederlandsche Bank (Kwartaalbericht, no. 3, 1986, p. 57-58) en v. Ees e.a. (1989, p. 96-97); tevens wordt de vergunningplicht voor het sluiten van termijntransacties afgeschaft. Er blijven alleen rapportage-voorschriften bestaan voor de betalingsbalansstatistieken.

164. Zie Blommestein & Tulp (1987, p. 392); in april 1986 worden directe buitenlandse investeringen geliberaliseerd en in mei 1986 wordt de 'devisetitre'-markt afgeschaft. Daarna volgen o.a. de vrijmaking van de handel in niet-genoteerde effecten en participatiebewijzen van collectieve beleggingsfondsen, en de toegang tot de kapitaalmarkt. Belemmeringen blijven bestaan voor het korte verkeer en voor de kredietverlening door Franse banken.

165. Zie EG (1988, p. 32).

166. Zie Publikatieblad van de Europese Gemeenschappen, nr. L 178/5-18, 8 juli 1988. Artikel 2 maakt overigens een uitzondering op de liberalisatieverplichting voor maatregelen die, als onderdeel van het interne monetaire beleid, bedoeld zijn om de liquiditeit van het bankwezen te reguleren. Voorwaarde is wel dat dergelijke maatregelen (bijv. discriminerend hoge minimumreserve-eisen op bankdeposito's van niet-ingezetenen) aangemeld worden bij de Commissie. Tot op heden heeft geen EG-land dergelijke maatregelen gemeld.

167. De richtlijn geeft in bijlage V aan dat de dubbele wisselmarkt het kapitaalverkeer weliswaar niet belemmerd heeft, maar de BLEU moet het stelsel uiterlijk 31 december 1992 afschaffen, omdat het "...binnen het Europese Monetaire Stelsel een oneigelijk element vormt...".

168. Aanvankelijk volgde Italië een geleidelijk liberalisatiepatroon. Een verbetering van de betalingsbalans en de wens om niet te ver bij Frankrijk achter te blijven, verhogen het tempo aanmerkelijk. Een belangrijke maatregel is de afschaffing van de renteloze depositoverplichting voor ingezetenen die in het buitenland willen beleggen (mei 1987). Na de stelselwijziging van januari 1988 blijven beperkingen bestaan op kortlopende, uitgaande kapitaalstromen. Zie Blommestein & Tulp (1987, p. 392).

reciprociteitsvoorwaarden<sup>169</sup>. De richtlijn biedt nog geen oplossing voor de fiscale problemen van volledig vrij kapitaalverkeer. De verschillende fiscale behandeling van spaargelden in de lidstaten zal leiden tot belastingvlucht. De Commissie wil dit gevaar beperken door de belastingregimes van de lidstaten op dit punt te harmoniseren. Een voorstel om in elke lidstaat een minimum bronbelasting van 15% te heffen op rente-inkomsten van EG-ingezetenen, krijgt in 1989 in de Raad niet de vereiste unanimiteit van stemmen. Met name *Luxemburg* en *Groot-Brittannië* verzetten zich tegen het voorstel; zij vrezen dat de bronbelasting zal leiden tot een kapitaalvlucht naar belastinghavens buiten de EG<sup>170</sup>.

Artikel 3 van de richtlijn voorziet elke lidstaat van de mogelijkheid om (opnieuw) controles in te voeren, zodra *kortlopende* kapitaalbewegingen van buitengewone omvang, sterke spanningen veroorzaken op de wisselmarkten. De geldigheidsduur van deze nieuwe vrijwaring is beperkt tot drie maanden en de Commissie stelt voorwaarden aan het gebruik van de clausule. Een land kan dus niet zo maar de clausule invoeren<sup>171</sup>. Door deze beperkingen in te bouwen, probeert de richtlijn een eindeloos uitstel van het liberaliseringsprogramma te voorkomen. De vrijwaring berust op de overweging dat EG-leden in staat moeten zijn, om maatregelen te nemen tegen omvangrijke korte kapitaalbewegingen, die hun monetair beleid verstoren, zonder dat daar een fundamentele economische reden voor is. Deze kapitaalstromen vormen immers een bedreiging voor de samenhang in het EMS en voor de goede werking van de interne markt<sup>172</sup>. In de praktijk is nog nooit een beroep gedaan op artikel 3, zelfs niet tijdens de EMS-crisis in september 1992<sup>173</sup>.

Inmiddels zijn de liberalisatieverplichtingen die voortvloeien uit de richtlijn, verwerkt in de nationale wetgeving van de lidstaten. Vanaf 1 juli 1990 is het kapitaalverkeer tussen acht van de twaalf EG-landen volledig vrij. Op basis van de voorzieningen in de richtlijn hebben vier landen de liberalisatie uitgesteld. In *Spanje*, *Portugal* en *Ierland* zijn de laatste restricties eind 1992 verdwenen. *Griekenland* heeft uitstel aangevraagd voor enkele verplichtingen. Na een onderzoek van

169. In september 1988 past *Frankrijk* bijvoorbeeld het 'erga omnes'-principe toe door opheffing van de vergunningsplicht voor directe investeringen van ingezetenen uit niet-EG landen. Tot januari 1990 is de mogelijkheid om schuldtitels te emitteren op de Franse kapitaalmarkt echter voorbehouden aan EG-ingezetenen.

170. De hoge mate van kapitaalmobiliteit tussen de EG en andere delen van de wereld, maar ook het bankgeheim in bijvoorbeeld *Luxemburg*, bemoeilijkt de oplossing van dit probleem. Zie EG (1989b, p. 62) en Grilli (1989a, p. 321).

171. In spoedeisende gevallen mag een land controles herintroduceren zonder de Commissie vooraf te raadplegen. De Commissie besluit na raadpleging van het Monetair Comité en het Comité van Presidenten van de centrale banken, of de betrokken lidstaat de controles mag handhaven. De Raad kan de beslissing van de Commissie herroepen of wijzigen met een gekwalificeerde meerderheid van stemmen.

172. Gezien het politieke risico dat de vrijwaring met zich meebrengt voor marktparticipanten, concludeert Grilli (1989a, p. 316): "the inclusion of this safeguard does not appear to have been a wise decision. First, it generates uncertainty about the real commitment of the member states to the project. Second, the temporary reintroduction of capital controls may not protect the monetary authorities against speculative flows of funds."

173. Op 22 september voerde Spanje een deposito-verplichting in op valutamarkttransacties van banken, maar het bleef daarmee binnen de mogelijkheden die artikel 6.2 biedt, om terug te komen op eerdere liberalisatiemaatregelen tot 31 december 1992. De maatregel had niet het beoogde effect. De verontwaardiging op de financiële markten leidde tot een massale verkoop van Spaanse effecten door niet-ingezetenen; hun aandeel in de Spaanse staatsschuld daalt in twee weken met 14% en de aandelenbeurs van Madrid zakt in met 10,4%. Zie *The Economist* (10/10/92, p. 82-83). Na de devaluatie van de Spaanse peseta, schaft Spanje alle resterende belemmeringen af en het voldoet per 24 november aan de richtlijn. Het gerucht dat Ierland ook nieuwe controles geïntroduceerd had tijdens de crisis, blijkt achteraf niet juist. Het betrof enkel een procedurewijziging.



de Commissie en het Monetair Comité is besloten de derogatie voor Griekenland te verlengen tot 1 januari 1995. De budgettaire onevenwichtigheden, de kwetsbaar geachte betalingsbalanssituatie, de hoge inflatie en het ontwikkelingsniveau van het Griekse financiële bestel laten de liberalisatie van enkele kortlopende kapitaalverrichtingen nog niet toe<sup>174</sup>.

Het Europese programma voor één financiële ruimte omvat voorts een groot aantal richtlijnen voor banken en andere financiële intermediairs. De vrijheid van dienstverlening en de vrijheid van vestiging in de hele Gemeenschap zijn onmisbaar voor de realisatie van een interne markt voor financiële instellingen. Een en ander heeft belangrijke gevolgen voor de regulering in de lidstaten. De beginselen uit het Witboek zijn bepalend voor de gevolgde liberalisatiemethoden. Minimale harmonisatie en toezicht door het land van oorsprong zijn noodzakelijk om de stabiliteit van het Europese financiële systeem te handhaven. Algemeen wordt verwacht dat de regelgeving in de lidstaten, onder druk van de sterke concurrentie op de financiële markten, zal convergeren, ook op punten waarover geen gezamenlijke afspraken zijn gemaakt<sup>175</sup>.

Het 1992-project is het snelste gevorderd voor de kredietinstellingen met de goedkeuring van één Europese bankvergunning in de Tweede Coördinatie-richtlijn voor het bankwezen 1989. Deze snelle vorderingen worden wel toegeschreven aan het feit dat de Europese regels voor het toezicht op het bankwezen, voortbouwen op de resultaten van de *G10-landen* (incl. Zwitserland) binnen de 'Committee on Banking Regulation and Supervisory Practices', te Bazel<sup>176</sup>. In 1975 was al overeenstemming bereikt over de taakverdeling tussen de betrokken monetaire autoriteiten inzake het liquiditeits- en het solvabiliteitstoezicht op internationaal opererende banken. Sindsdien is het overleg geconcentreerd op de nadere invulling van het solvabiliteitstoezicht. Het Akkoord van Bazel (1988) brengt uniformiteit aan in de methode van toezicht en in de minimale solvabiliteits-eisen voor de balansactiva en voor de 'off balance sheet'-activiteiten van de banken<sup>177</sup>.

In OESO-verband leiden de sterke veranderingen in de internationale financiële omgeving tot een herziening van de Kapitaalcode in 1989. Kortlopende kapitaalverrichtingen worden voor het eerst onder de liberalisatieverplichtingen opgenomen. Bovendien beschouwt de herziene code indirecte

174. Zie Publikatieblad van de Europese Gemeenschappen, nr. L 409/33-34, 31 december 1992. Griekenland mag beperkingen handhaven op verrichtingen met een looptijd van minder dan één jaar in: rekening-courant en depositorekeningen door ingezetenen bij buitenlandse financiële instellingen, financiële leningen en kredieten, en leningen in het persoonlijke verkeer. Bovendien mag Griekenland restricties opleggen aan de in- en uitvoer van betaalmiddelen.

175. Zie Key (1989) voor een bespreking van de verschillende beginselen, die de Commissie volgt, en de implicaties daarvan voor het integratieproces. De combinatie van wederzijdse erkenning en 'home country control' vormt een grote stimulans voor binnenlandse instellingen om druk uit te oefenen op de toezichthoudende autoriteiten zodra buitenlandse intermediairs, via hun dochtervestigingen, meer activiteiten kunnen ondernemen of onder gunstiger voorwaarden kunnen opereren. Voor de Europese vestigingen van banken blijft evenwel 'host country control' bestaan ter (1) regulering van de liquiditeitspositie van banken ten behoeve van het monetaire beleid in het gastland en ter (2) bescherming van deposito-houders. Zie Dermine (1989, p. 295).

176. Een andere reden is dat de activiteiten van kredietinstellingen in het algemeen, homogener van aard zijn dan de activiteiten van andere financiële intermediairs. Zie Chrystal & Coughlin (1992, p. 69).

177. Zie v. Roij (1992a, p. 105 e.v.).

maatregelen voor het eerst als kapitaalrestricties. In de Code voor het Onzichtbare Verkeer (diensten, kapitaalopbrengsten) wordt een paragraaf opgenomen voor de grensoverschrijdende financiële dienstverlening. Een land mag ingezetenen, die een beroep willen doen op de diensten van financiële intermediairs in andere OESO-landen niet hinderen. In eigen land mogen de autoriteiten wel maatregelen nemen tegen buitenlandse dienstverleners om consumenten te beschermen en om orde in het nationale financiële systeem te bewaren, zolang de maatregelen niet discrimineren tussen de instellingen uit verschillende OESO-landen. In deze Code zijn eveneens bepalingen opgenomen voor de vrijheid van vestiging van filialen en agentschappen. De vrije vestiging van een zelfstandige dochteronderneming is vanouds onderdeel van de Kapitaalcode (nl. directe investeringen)<sup>178</sup>.

Tenslotte kan gewezen worden op de prominente plaats, die de liberalisering van het financiële dienstenverkeer inneemt bij vrijhandelsafspraken tussen landen. De *Verenigde Staten* en *Canada* nemen in hun 'Free Trade Agreement' (1988) een hoofdstuk (nr. 17) op over financiële diensten. Zij volgen hierbij het 'national treatment'-beginsel om de dienstverleners in beide landen gelijke concurrentieposities (een zg. 'level playing field') te bieden<sup>179</sup>. In augustus 1992 wordt het verdrag herzien; Mexico treedt tot het vrijhandelsgebied toe. Daarnaast vindt een procedure-wijziging plaats waardoor geschillen op het gebied van grensoverschrijdende financiële dienstverlening sneller opgelost kunnen worden<sup>180</sup>.

Na een moeizame start is de liberalisatie van het internationale dienstenverkeer, een van de speerpunten van de GATT-onderhandelingen in de Uruguay Ronde (1986)<sup>181</sup>. De besprekingen zijn ondergebracht in een speciale werkgroep, belast met het ontwerpen van een "General Agreement on Trade in Services" (GATS). Op het gebied van de financiële diensten was het oorspronkelijk de bedoeling om te komen tot de liberalisatie van de handel in diensten én van het recht op vestiging voor financiële instellingen in de betrokken landen. Het vestigingsrecht heeft echter bij veel landen weerstand opgeroepen. Wel is al besloten een geschillencommissie met financiële experts in het leven te roepen. De liberalisatie-afspraken binnen de GATT, zijn nog niet aangevuld

178. Zie OECD (1990, p. 52-61).

179. Zie IMF (1989, p. 50-52). 'National treatment' betekent dat de vestigingen van buitenlandse instellingen in een land, *niet minder gunstig* behandeld mogen worden dan binnenlandse instellingen. Dit betekent bijv. dat de vestigingen van Canadese banken in de VS, dezelfde activiteiten mogen ondernemen als Amerikaanse banken. Dit betekent ook dat de VS niet méér hoeft toe te staan, ook als de Canadese banken in eigen land, normaal gesproken, een ruimer dienstenpakket aanbieden. Door de Europese combinatie van 'mutual recognition' en 'home country control' moet dit laatste wel; de Europese principes geven derhalve een sterkere impuls voor convergentie van de regelgeving tussen de deelnemende landen dan het 'national treatment'-principe. Zie Key (1989, p. 601 e.v.).

180. Zie Katter (1992). Doordat het verdrag nu ondertekend is door drie landen is het 'national treatment'-principe aangevuld met het 'most favoured nation'-principe; dwz. elk land belooft de economische agenten uit de andere landen gelijk te behandelen. Mexico mag gedurende een overgangsperiode tot 2000, beperkingen opleggen aan het marktaandeel van banken uit de VS en Canada.

181. Vooral de VS heeft aangedrongen op uitbreiding van de nieuwe GATT-besprekingen met de liberalisatie van de handel in diensten. De ontwikkelingslanden waren tegen, maar dankzij de bemiddeling van de Europese Gemeenschap werd voorkomen dat de VS niet mee zou doen aan de nieuwe ronde. Zie Murphy (1990, p. 143-147) voor de posities en de benaderingen van de belangrijkste onderhandelaren.



met verplichtingen voor de harmonisatie van de financiële regelgeving.

Het overleg in de GATT verloopt traag; de oorzaak hiervan ligt voor een groot deel in de opzet van de besprekingen. Bij de onderhandelingen zijn meer dan 150 landen betrokken. Door allerlei politieke factoren, die niets te maken hebben met het financiële dienstenverkeer, loopt het liberalisatieproces vertraging op. Om de druk op andere landen te vergroten, pleiten de Verenigde Staten ervoor dat landen, die een beroep willen doen op het zg. 'most favored nation'-principe, zelf verplichtingen aangaan om hun eigen financiële markten open te stellen<sup>182</sup>.

#### 4.8 Stand van zaken

In de bijlage wordt een indicatie gegeven van de resterende kapitaalrestricties op 1 maart 1992 in het OESO-gebied. Uit de tabel blijkt dat de meeste OESO-landen inmiddels een hoge liberaliseringsgraad hebben bereikt. Gezien de maatregelen in de tweede helft van 1992, zal de huidige regelgeving in Portugal, Spanje en Ierland liberaler zijn dan de tabel aangeeft. Alle landen (met uitzondering van Luxemburg) houden wel de mogelijkheid open om één of enkele vormen van kapitaalverkeer te restringeren. De resterende controles hebben in de meeste gevallen een specifiek karakter: hun reikwijdte is beperkt en het achterliggende motief is niet meer de wens om monetaire autoriteiten manoeuvreerruimte te bieden bij de implementatie van hun beleid.

Concluderend kunnen we stellen dat de liberalisering van het kapitaalverkeer een moeizaam proces is geweest. De bewegingsvrijheid van het financiële kapitaal in de industriële wereld is inmiddels sterk verankerd in nationale wetten en internationale verdragen. Deze ontwikkeling, alsmede de geringe effectiviteit van de restricties na de veranderingen in de financiële omgeving, maken de kans op nieuwe kapitaalcontroles klein.

<sup>182</sup> Het 'most favoured nation'-principe (MFN) houdt in dat: "any privilege, right or advantage granted to one member country is to be granted unconditionally to all others and even to non-members." Het MFN-principe is een van de grondregels van de GATT. Het MFN-principe gaat overigens minder ver dan het 'national treatment'-principe (NT) van de OECD, dat vereist boven het MFN-beginsel, ook nog eens, dat niet-ingezetenen hetzelfde behandeld worden als ingezetenen. In het ontwerp van de GATS is niet alleen het MFN-principe maar ook het NT-principe opgenomen. Zie Dennig (1992, p. 235).

## Bijlage 1

### Stand van zaken in het liberalisatieproces: resterende restricties in 1992

---

Door de vele verschijningsvormen van kapitaalcontroles is het geen eenvoudige opgave om alle resterende kapitaalrestricties in één schema samen te vatten en om tegelijkertijd alle nuances aan te brengen, die in werkelijkheid bestaan omtrent hun reikwijdte en toepassing. De herziene *OESO-Kapitaalcode* biedt houvast voor de classificatie van landen naar liberaliseringsgraad. De Code somt alle liberalisatieverplichtingen op, die in OESO-verband overeengekomen zijn. Zoals vermeld kan elk land een voorbehoud ('reservation') maken en daarmee (tijdelijk) afzien van de liberalisatie van bepaalde kapitaalstromen. In onderstaande tabel is het beroep op deze ontsnappingsclausules door de OESO-landen samengevat (op basis van OECD 1992, bijgewerkt tot 1 maart 1992).

Voor een goede interpretatie is het belangrijk op te merken dat een 'reservation' op zichzelf nog geen verbod is op de kapitaalverrichting. In de praktijk kunnen de autoriteiten van het land een soepel beleid volgen, bijvoorbeeld bij het toekennen van vergunningen. De landen houden de derogatieclausule als het ware achter de hand om in noodgevallen te kunnen ingrijpen. De formele 'reservations' geven dus wel een indicatie voor bestaande restricties en voor het politieke risico op bepaalde transacties, maar de indicator *onderschat* de materieel bereikte liberaliseringsgraad.

Bijna alle landen handhaven een 'reservation' voor directe investeringen van niet-ingezetenen, veelal gemotiveerd door de wens om nationale belangen te beschermen en om overnames van binnenlandse bedrijven te voorkomen. Het voorbehoud is in de meeste gevallen beperkt tot bepaalde sectoren, zoals de media, de energiesector of de lucht- en zeevaart. Investerings in de financiële sector zijn door de meeste OESO-landen gebonden aan reciprociteitsvoorwaarden. De EG-lidstaten hanteren de reciprociteitseis onderling niet.

Zeven EG-landen volgen het Europese 'erga omnes'-principe op verschillende terreinen niet volledig; ze handhaven namelijk 'reservations' tegenover OESO-landen die niet tot de EG behoren. Binnen de EG zijn de kapitaaltransfers wel vrij (zie EG 1989), zodat daar sprake is van een hogere liberaliseringsgraad dan in de OESO, zeker nu Spanje, Portugal en Ierland per 31 december 1992 aan de Europese liberalisatieverplichtingen voldoen. Het gros van de Australische derogaties berust op één motief: de wens om een beroep van buitenlandse centrale banken, overheden en overheidsinstellingen op de binnenlandse financiële markten te beperken. Zwitserland handhaaft officiële 'reservations' op emissies van niet-ingezetenen omdat voor hen een hogere zegelbelasting geldt.



In andere opzichten *overschat* de OESO-Code de bereikte liberaliseringsgraad. Zo kunnen landen binnen de regels van de Code voorschrijven dat kapitaalverrichtingen alleen via erkende tussenpersonen mogen plaatsvinden. Daarnaast geeft de Code geen inzicht in kapitaalbelemmeringen, die voortvloeien uit het bedrijfseconomisch toezicht op banken en uit de regels voor de internationale portefeuillespreiding van institutionele beleggers. Ter illustratie van een indirecte restrictie, die niet in de OESO-Code opgenomen is, bevat de tabel de standaardbronbelastingtarieven voor de rente- en dividendinkomsten van niet-ingezetenen. Zoals opgemerkt, is het effectieve tarief afhankelijk van bepalingen in bilaterale belastingverdragen (inclusief de mogelijkheid om de buitenlandse bronbelasting te verrekenen met de binnenlandse belastingschuld) en van de aard van de belastingplichtige. In de tabel zijn de tarieven opgenomen voor particulieren (zie Coopers & Lybrand, 1992, bijgewerkt tot augustus 1991). Voor ondernemingen met buitenlandse deelnemingen gelden vaak andere tarieven. In Europees verband is sinds januari 1992 een richtlijn van kracht, die ondernemingen vrijstelt van bronbelasting op dividendeninkomsten als ze een groot belang ( $\geq 25\%$ ) hebben in het aandelenkapitaal van de betalende vennootschap.

## 'Reservations' van OESO-landen naar kapitaalverrichting, situatie op 1 maart 1992

	Can	VS	Jap	Aus	NZ	Bel	Den	Dui	Fin	Fra	GB	Gri
In het binnenland door niet-ingezetenen												
1. Directe investeringen	r	r	r	r	r	re	r	r	r	re	r	re
2. Kapitaalmarkttransacties												
a. Uitgifte		r		r		re		r				re
b. Aan- en verkoop	rl	rl	r	rl	rl			r	rl	rl		re
3. Geldmarkttransacties												
a. Uitgifte		r		r		re		r		r		R
b. Aan- en verkoop			r	r								r
4. Overige financiële instrumenten												
a. Uitgifte				r		re						R
b. Aan- en verkoop				r								R
5. Collectieve beleggingsfondsen												
a. Uitgifte		R				re				re		re
b. Aan-/verkoop									R			
6. Financiële kredieten												r
7. Depositotransacties												
a. in binnenlandse valuta												r
b. in buitenlandse valuta												
8. Handelskredieten												
In het buitenland door ingezetenen												
1. Directe investeringen			r									re
2. Kapitaalmarkttransacties												
a. Uitgifte									r	r		re
b. Aan- en verkoop												re
3. Geldmarkttransacties												
a. Uitgifte										r		R
b. Aan- en verkoop									r			r
4. Overige financiële instrumenten												
a. Uitgifte												R
b. Aan- en verkoop									r			r
5. Collectieve beleggingsfondsen												
a. Uitgifte												re
b. Aan- en verkoop									r			re
6. Financiële kredieten				r								r
7. Depositotransacties												
a. in binnenlandse valuta												r
b. in buitenlandse valuta												r
8. Handelskredieten aan niet-ingezetenen												
Bronbelastingen niet-ingezetenen (in %)												
1. Dividenden												
a. Zonder belastingverdrag	25	30	20	30	30	25	30	25	25	25	0	35
b. In het gunstigste verdrag	20	5	10	15	30	10	0	5	0	0	0	35*
2. Rente-opbrengsten												
a. Zonder belastingverdrag	25	30	20	10	15	10	30	25	30	25	25	10
b. In het gunstigste verdrag	10	0	10	10	0	10	0	0	0	0	0	8*

Verklaring: R - volledige reservation.

r - reservation beperkt tot één (of enkele) specifieke vorm(en) binnen de genoemde kapitaalverrichting.

rl - reservation, als aankoop van aandelen gericht is op overname van een onderneming.

re - reservation, die betrekking heeft op het kapitaalverkeer met een niet-EG land.



## 'Reservations' van OESO-landen naar kapitaalverrichting

Ier	Ita	IJs	Lux	Ned	Noo	Oos	Por	Spa	Tur	Zwe	Zwi	
												In het binnenland door niet-ingezetenen
re	re	-		r	r	r	re	r	r	r	r	1. Directe investeringen
		-			rl	r	r	R	R	rl	r	2. Kapitaalmarkttransacties
		-					r	rl				a. Uitgifte
												b. Aan- en verkoop
r		-				r		R	r		r	3. Geldmarkttransacties
		-					r	r				a. Uitgifte
												b. Aan- en verkoop
r		-					r	r			r	4. Overige financiële instrumenten
		-					r	r				a. Uitgifte
												b. Aan- en verkoop
re	re	-					r	re	R		r	5. Collectieve beleggingsfondsen
	re	-					r					a. Uitgifte
												b. Aan- en verkoop
r		-					R	r				6. Financiële kredieten
r		-					r	r				7. Depositotransacties
		-					r					a. in binnenlandse valuta
		-							r			b. in buitenlandse valuta
		-					r		r			8. Handelskredieten
												In het buitenland door ingezetenen
re		-					r		r			1. Directe investeringen
r		-				r	r	r	r		r	2. Kapitaalmarkttransacties
		-					r					a. Uitgifte
		-										b. Aan- en verkoop
r		-				R	R	R	r			3. Geldmarkttransacties
		-					r	r				a. Uitgifte
		-										b. Aan- en verkoop
r		-					R	R				4. Overige financiële instrumenten
		-					r	r				a. Uitgifte
		-										b. Aan- en verkoop
		-						re	r			5. Collectieve beleggingsfondsen
		-					r					a. Uitgifte
		-										b. Aan- en verkoop
r		-					R	r	r			6. Financiële kredieten
R		-				r	R	R		r		7. Depositotransacties
r		-					R	r		r		a. in binnenlandse valuta
		-							r			b. in buitenlandse valuta
		-					r		r			8. Handelskredieten
												Bronbelastingen niet-ingezetenen (%)
0	32½	20	15	25	25	25	25	25	20	30	35	1. Dividenden
0	15	15	7½	0	0	0	10	15	15*	5	0	a. Zonder belastingverdrag
												b. In het gunstigste verdrag
29	15	0	0	0	0	10	20	25	15	0	35	2. Rente-opbrengsten
0	10	0	0	0	0	0	10	10	10	0	0	a. Zonder belastingverdrag
												b. In het gunstigste verdrag

N.b. IJsland doet een beroep op een algehele derogatieclausule en behoeft hierdoor niet te voldoen aan de verplichtingen van de Code.

\* - in het Nederlandse belastingverdrag met resp. Griekenland en Turkije.

## REFERENTIES

- Abraham, J.P. (1974), Recente Ervaringen op de Belgische Dubbele Wisselmarkt, *Cahiers des Conférences*, no.221.
- Amsterdamsche Bank (1945), *Het Deviezenbesluit 1945 in de praktijk*, Amsterdam.
- Andersen, Torben M. en Ole Risager (1988), Stabilization Policies, Credibility and Interest Rate Determination in a Small Open Economy, *European Economic Review*, vol.32, p.669-679.
- Argy, Victor (1981), *The Postwar International Money Crisis - An analysis*, Londen.
- Argy, Victor (1982), Exchange-Rate Management in Theory and Practise, *Princeton Studies in International Finance*, no.50, Princeton.
- Argy, Victor (1987), International Financial Liberalisation - The Australian and Japanese Experiences Compared, *Monetary and Economic Studies*, Bank of Japan, vol.51, p.105-167.
- Argy, Victor & Zoran Hodjera (1973), Financial Integration and Interest Rate Linkages in Industrial Countries, 1958-1971, *IMF Staff Papers*, vol.20, no.1, p.1-77.
- Artis, Michael J. & Mark P. Taylor (1990), International Financial Stability and the Regulation of Capital Flows, in: Graham Bird (ed.), *The International Financial Regime*, Londen.
- Bank of England (1976), The investment currency market, *Quarterly Bulletin*, vol.16, no.3, p.314-322.
- Bank of England (1981), The effects of exchange control abolition on capital flows, *Quarterly Bulletin*, vol.21, no.3, p.369-373.
- Bartolini, Leonardo & Gordon M. Bodnar (1992), An analysis of the process of capital liberalization in Italy, *IMF Working Paper*, 92/27.
- Benink, H.A. (1990), *Financiële integratie in Europa 1993*, Den Haag.
- Bergh, P. van den (1987), *Deregulering van de Internationale Financiële Stroom en Valutastelsel*, Rotterdams Monetaire Studies nr.30.
- BIS (1986), *Recent Innovations in International Banking*, Basel.
- Blommestein, H.J. & A.F. Tulp (1987), Naar een geliberaliseerd internationaal verkeer van kapitaal en diensten, *Bank- en Effectenbedrijf*, p.389-393.
- Blundell-Wignall, Adrian, Frank Browne & Paolo Manasse (1990), Monetary Policy in Liberalised Financial Markets, *OECD Economic Studies*, no.15, P.146-177.
- Boeschoten, Willem, Hoofdpijnen van de economische geschiedenis van Nederland 1900-1990, *NIBE Katern*, no.22.
- Boissieu, Christian de (1988), Financial liberalization and the evolution of the EMS, *European Economy*, no.36, p.53-70.
- Bröker, G. (1989), *Competition in Banking - Trends in Banking Structure and Regulation in OECD Countries*, OECD, Parijs.
- Brown, Brendan (1987), *The Flight of International Capital - A Contemporary History*, Londen.
- Bryant, Ralph C. (1987), *International Financial Intermediation*, Washington D.C.
- Cairncross, Sir Alec (1973), Controls of Long-term International Capital Movements, *Brookings Staff Paper*.
- Calmfors, Lars (1980), Exchange Controls, Capital Movements and Stabilization Policy, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, vol.9, p.85-92.
- Christensen, Benedicte Vibe (1986), Switzerland's Role as an International Financial Center, *IMF Occasional Paper*, no.45.
- Chrystal, K. Alec & Cletus C. Coughlin (1992), How the 1992 Legislation will affect European Financial Services, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, march/april 1992.
- Cooper, Shelley (1991), Cross-border Savings Flows and Capital Mobility in the G7 Economies, *Bank of England Discussion Papers*, no.54.
- Crook, Clive (1992), Fear of Finance, *The Economist*, Survey September 19th.



- Davis, E.P. (1988), Financial Market Activity of Life Insurance Companies and Pension Funds, *BIS Economic Papers*, no.21.
- Decaluwé, B. & A. Steinherr (1976), The Two-Tier Foreign Exchange Market in Belgium, in: Fratianni, Michele en Karel Tavernier (ed.), *Bank Credit, Money and Inflation in Open Economies*, Beihefte zur Kredit und Kapital, Heft 3, p.285-351.
- Dennig, Ulrike (1992),
- Dermine, Jean (1990), Home Country Control and Mutual Recognition, in: Donald E. Fair & Ch. de Boissieu, *Financial Institutions in Europe under New Competitive Conditions*, Dordrecht, p.293-303.
- Deutsche Bundesbank (1985), Zur Freizügigkeit im Kapitalverkehr der Bundesrepublik mit dem Ausland, *Monatsberichte*, p.13-24.
- Dornbusch, Rudiger (1976), Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy*, vol.84, no.6, p.1161-1176.
- Dornbusch, Rudiger (1986a), Flexible Exchange Rates and Interdependence, *Dollars, Debts and Deficits*, Cambridge MA, p.59-85.
- Dornbusch, Rudiger (1986b), Flexible Exchange Rates and Excess Capital Mobility, *Brookings Papers on Economic Activity*, no.1, p.209-235.
- Ees, H. van, J. de Haan & D. Wansink (1989), Financiële integratie: de gevolgen voor het Nederlandse financiële systeem, in: De Haan & Hoogduin (red.), *De gevolgen van financiële innovatie en integratie voor het monetaire beleid*, NIBE, Amsterdam.
- EG (1966), *Het tot stand brengen van een Europese kapitaalmarkt*, Rapport van een door de Commissie van de EEG ingestelde groep deskundigen, Brussel.
- EG (1988), Creation of a European financial area, *European Economy*, no.36.
- EG (1989a), *General arrangements applicable to capital movements*, Commission of the European Communities, Brussel.
- EG (1989b), The Community economy at the turn of the decade - Evaluation by the Commission Services, *European Economy*, no.42.
- Eichengreen, Barry (1990), Trends and Cycles in Foreign Lending, *NBER Working Paper Series*, no.3411.
- Eken, Sena (1984), Integration of Domestic and International Financial Markets: The Japanese Experience, *IMF Staff Papers*, vol.31, p.499-548.
- Epstein, Gerald E. & Juliet B. Schor (1989), Structural Determinance and Economic Effects of Capital Controls in the OECD, *Discussion Paper Harvard Institute of Economic Research*, no.1455.
- Feldman, Robert A. (1986), *Japanese Financial Markets, Deficits, Dilemmas and Deregulation*, MIT Press.
- Frankel, Jeffrey A. (1984), The Yen/Dollar Agreement: Liberalizing Japanese Capital Markets, *Policy Analyses in International Economics*, no.9, Washington D.C.
- Frenkel, Jacob A. & Carlos A. Rodriguez (1982), Exchange Rate Dynamics and the Overshooting Hypothesis, *IMF Staff Papers*, p.1-30.
- Germany, J. David & John E. Morton (1985), Financial Innovation and Deregulation in Foreign Industrial Countries, *Federal Reserve Bulletin*, vol.71, p.743-753.
- Giavazzi, Francesco & Alberto Giovannini (1989), *Limiting Exchange Rate Flexibility, The European Monetary System*, Cambridge MA.
- Giovannini, Alberto (1989), How do fixed-exchange-rate regimes work? Evidence from the gold standard, Bretton Woods and the EMS, in: Marcus Miller, Barry Eichengreen & Richard Portes (ed.), *Blueprints for exchange rate management*, Londen, p.13-46.
- Gemert, H.G. van & A.P.D. Gruijters (1992), Internationale Financiële Integratie, Achtergronden, Verschijningsvormen en Gevolgen, *Rotterdamse Monetaire Studies*, vol.11, no.2.
- Glyn, Andrew (1989), Exchange Controls and Policy Autonomy - The Case of Australia 1983-1988, *WIDER Working Papers*, no.64.
- Gold, Joseph (1977), International Capital Movements under the Law of the International Monetary Fund,

- IMF Pamphlet Series*, no.21, Washington D.C.
- Goldstein, Morris, Mathieson, Donald J. en Timothy Lane (1991), Determinants and Systematic Consequences of International Capital Flows, *IMF Occasional Papers*, no.77.
- Grauwe, Paul de (1976), The Belgian Dual Exchange Market System: an inequitable and ineffective system in: Fratianni, Michele en Karel Tavernier (ed.), *Bank Credit, Money and Inflation in Open Economies*, Beihefte zur Kredit und Kapital, Heft 3, p.389-402.
- Greene, Joshua & Peter Isard (1991), Currency Convertibility and the Transformation of centrally Planned Economies, *IMF Occasional Paper*, no.81.
- Grilli, Vittorio (1989a), Financial Markets and 1992, *Brookings Papers on Economic Activity*, no.2, p.301-324.
- Grilli, Vittorio (1989b), Europe 1992: issues and prospects for the financial markets, *Economic Policy*, p.388-421.
- Gros, Daniel & Niels Thygesen (1992), *European Monetary Integration - From the European Monetary System to the European Monetary Union*, Londen.
- Grubel, Herbert G. (1981), *International Economics*, Homewood, Illinois.
- Hewson, John & Eisuke Sakakibara (1975), The Impact of US Controls on Capital Outflows on the US Balance of Payments: An Explanatory Study, *IMF Staff Papers*, vol.22, no.1, p.37-60.
- Hewson, John & Eisuke Sakakibara (1977), The Effectiveness of German Controls on Capital Inflow, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol.113, p.645-666.
- IMF (1974), Report of Technical Group on Disequilibrating Capital Flows, in: *International Monetary Reform - Documents of the Committee of Twenty*, Washington D.C., p.78-92.
- IMF (1988a), *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, Washington D.C.
- IMF (1988b), International Capital Markets, Developments and Prospects, *IMF World Economic and Financial Surveys*, by Maxwell Watson e.a.
- IMF (1989), International Capital Markets, Developments and Prospects, by a Staff Team from the Exchange and Trade Relations and Research Departments, *IMF World Economic and Financial Surveys*.
- IMF, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, diverse jaarverslagen.
- Ito, Takatoshi (1986), Capital controls and covered interest parity between the Yen and the Dollar, *The Economic Studies Quarterly*, vol.37, no.3, p.223-241.
- Kane, Edward J. (1983), Policy Implications of Structural Changes in Financial Markets, *American Economic Review*, Papers & Proceedings, May, p.96-100.
- Kaplan, Jacob J. & Günther Schleiminger (1989), *The European Payments Union - Financial Diplomacy in the 1950s*, Oxford.
- Katter, Andrea (1992), The North American Free Trade Agreement and the Banking Industry, *The Journal of Commercial Lending*, vol.75, no. 4, p.11-15.
- Key, Sydney J. (1989), Mutual Recognition: Integration of the Financial Sector in the European Community, *Federal Reserve Bulletin*, vol.75, no.9, p.591-609.
- Keynes, John Maynard (1980), Activities 1940-1944 - Shaping the Post-war World: The Clearing Union, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, ed. Donald Moggridge, Cambridge.
- King, Mervyn (1990), International Harmonisation of the Regulation of Capital Markets: An Introduction, *European Economic Review*, vol.34, p.569-577.
- Korteweg & Keesing (1979), *Het moderne geldwezen - Deel IIB - De techniek van het internationale betalingsverkeer*, bewerkt door: H. de Haan, S. Korteweg, S.K. Kuipers & J.K.T. Postma, Amsterdam.
- Lamfalussy, Alexandre (1981), Changing Attitudes towards Capital Movements, in: F. Cairncross (ed.), *Changing Perceptions of Economic Policy - Essays in honor of the seventieth birthday of Sir Alex Cairncross*, Londen.
- Levich, Richard M. (1987), Financial Innovations in International Financial Markets, *NBER Working Paper Series*, no.2277.



- Merton, Robert C. (1992), Financial Innovation and Economic Performance, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.4, no.4, p.12-22.
- Miller, Merton H. (1992), Financial innovation: Achievements and Prospects, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.4, no.4, p.4-11.
- Mills, Rodney H. (1976a), An Evaluation of Measures to Influence Volatile Capital Flows, in: Alexander K. Swoboda (ed.), *Capital Movements and their control*, Leiden, p.143-161.
- Mills, Rodney H. (1976b), The Regulation of Short-Term Capital Movements in Major Industrial Countries in: Alexander K. Swoboda (ed.), *Capital Movements and their control*, Leiden, p.181-211.
- Mishkin, Frederic S. (1990), Financial Innovation and Current Trends in U.S. Financial Markets, *NBER Working Paper Series*, no.3323.
- Modigliani, F. (1972), International Capital Movements, Fixed Parities, and Monetary and Fiscal Policies, in: Jagdish Bhagwati & Richard S. Eckaus (ed.), *Development and Planning - Essays in honour of Paul Rosenstein Rodan*, Londen.
- Murphy, Anna (1990), The European Community and the International Trading System - Completing the Uruguay Round of the GATT, *CEPS Paper*, no.43.
- Neme, Colette (1986), Les Possibilités d'Abolition du Contrôle des Changes Français, *Revue d'Economie Politique*, vol. 96, no. 2, p. 177-194.
- Neven, Damien J. (1992), Regulatory Reform in the European Community, *American Economic review*, Papers & Proceedings, p.98-103.
- OECD (1982), *Controls on International Capital Movements, The Experience with Controls on International Financial Credits, Loans and Deposits*, Parijs.
- OECD (1987), *Introduction to the OECD Codes of Liberalisation*, Parijs.
- OECD (1988), *Why Economic Policies Change Course - Eleven Case Studies*, Parijs.
- OECD (1990), *Liberalisation of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area*.
- OECD (1992), *Code of Liberalisation of Capital Movements*, Parijs.
- OEES (1961), *Liberalisation of Current Invisibles and Capital Movements*, Parijs.
- Oort, C.J. & H.J. Schotsman (1988), De integratie van financiële markten, EG en wereldwijd, in: *Bankieren in het Europa van 1992*, Preadviezen, NIBE, Amsterdam.
- Osugi, K. (1990), Japan's Experience of Financial Deregulation since 1984 in an International Perspective, *BIS Economic Papers*, no. 26.
- Pecchioli, R.M. (1983), *The Internationalisation of Banking, The Policy Issues*, OECD, Parijs.
- Peet, John, Financial centres, Rise and fall, *The Economist*, Survey, June 27th.
- Roijs, G.P.L. van (1992a), *Banken, Euromarkten en financiële innovaties*, NIBE, Serie Bank- en Effectenbedrijf, nr.32.
- Roijs, G.P.L. van (1992b), *Effectivering op internationale financiële markten en enkele gevolgen voor banken*, mimeo, Tilburg.
- Roos, F. de (1978), *Internationale economische betrekkingen - Deel I Monetaire Theorie*, Leiden.
- Rosenberg, Michael R. (1983), Foreign Exchange Controls: An International Comparison, in: Abraham M. George and Ian H. Giddy, *International Finance Handbook*, volume I, New York.
- Ruding, H.O.C.R. (1969), *Naar één geïntegreerde Europese kapitaalmarkt?*, proefschrift Rotterdam.
- Scholten (1990), Liberalisatie van financiële markten, in: H.Jager en E. de Jong (ed.), *Internationale financiering, de theorie en de Nederlandse praktijk*, Leiden, p. 55-71.
- Schwartz, Anna J. (1983), The Postwar Institutional Evolution of the International Monetary System, in: Michael R. Darby e.a. (ed.), *The International Transmission of Inflation*, Chicago.
- Servais, Dominique (1991), *Een Europese Financiële Ruimte*, Dokument, Commissie van de Europese Gemeenschappen, Luxemburg.
- Sijben, Jac. J. (1988), Financial Innovations, Monetary Policy and Financial Stability, *Kredit und Kapital*, vol.21, no.1, p.45-66.

- Sijben, Jac. J. (1991), *Naar één Europese bank- en verzekeringsmarkt*, mimeo, Tilburg.
- Sinclair, P.J.N. (1983), *The Foundations of Macroeconomic and Monetary Theory*, Oxford.
- Steel, K., A. Vleminckx & R. Scheurs (1986), *Securitisatie op de Internationale Financiële Markten*, *Rotterdams Monetaire Studies*, no.22.
- Steinherr, Alfred (1989), Financial Innovation, Internationalization, Deregulation and Market Integration in Europe: Why Does It All Happen Now?, in: Donald E. Fair & Ch. de Boissieu (ed.), *Financial Institutions in Europe under New Competitive Conditions*, Dordrecht, p.49-63.
- Steinherr, Alfred & Geoffrey De Schrevel (1988), Liberalization of financial transactions in the Community with particular reference to Belgium, Denmark and the Netherlands, *European Economy*, no.36, p.117-147.
- Stevenson, Andrew, Vitantonio Muscatelli & Mary Gregory (1988), *Macroeconomic Theory and Stabilisation Policy*, London
- Straaten, Albert Jan van (1989), *Veertig Jaar Monetaire en Financiële Analyse door de Nederlandsche Bank 1947-1986*, proefschrift Amsterdam.
- Szasz, A. (1976), The Practice of Controls: A Panel Discussion, in: Alexander K. Swoboda (ed.), *Capital Movements and Their Control*, Leiden, p.172-176.
- Szasz, A. (1988), De voltooiing van de interne markt en de verdere Europese integratie, in: *Bankieren in het Europa van 1992*, Preadviezen, NIBE, Amsterdam.
- Thygesen, Niels (1985), The phasing-out of exchange controls in Denmark, *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, vol. 3, p. 59-65.
- Tobin, James (1978), A Proposal for International Monetary Reform, *The Eastern Economic Journal*, vol.4, no.3/4, p.153-159.
- Turner, Philip (1991), Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends, *BIS Economic Papers*, no. 30.
- Vries, Margaret Garritsen de (1987), *Balance of Payments Adjustment, 1945-1986, The IMF Experience*, Washington D.C.
- Walter, Norbert (1976), Capital Controls and the Autonomy of National Demand Management: The German Case, in: Alexander K. Swoboda (ed.), *Capital Movements and Their Control*, Leiden, p.163-170.
- Wellink, A.H.E.M. (1989), Enkele beschouwingen met betrekking tot de rente, *Kwartaalbericht De Nederlandsche Bank*, no.3, p.21-27.
- Wellink, A.H.E.M. (1990), Mogelijkheden van het monetaire beleid na de liberalisering: de visie van de Nederlandsche Bank, in: *De mogelijkheden voor het monetaire beleid na de liberalisatie*, Preadviezen, NIBE, Amsterdam.
- Wihlborg, Clas (1982), The Effectiveness of Exchange Controls on Financial Capital Flows: A Framework for Analysis, *Columbia Journal of World Business*, winter, p.3-10.
- Wyplosz, Charles (1988), Capital flow liberalization and the EMS: A French Perspective, *European Economy*, no.36, p.87-103
- Yeager, Leland B. (1976), *International Monetary Relations; Theory, History and Policy*, New York.



## IN 1992 REEDS VERSCHENEN

- 532 F.G. van den Heuvel en M.R.M. Turlings  
Privatisering van arbeidsongeschiktheidsregelingen  
Refereed by Prof.Dr. H. Verbon
- 533 J.C. Engwerda, L.G. van Willigenburg  
LQ-control of sampled continuous-time systems  
Refereed by Prof.dr. J.M. Schumacher
- 534 J.C. Engwerda, A.C.M. Ran & A.L. Rijkeboer  
Necessary and sufficient conditions for the existence of a positive definite solution of the matrix equation  $X + A^*X^{-1}A = Q$ .  
Refereed by Prof.dr. J.M. Schumacher
- 535 Jacob C. Engwerda  
The indefinite LQ-problem: the finite planning horizon case  
Refereed by Prof.dr. J.M. Schumacher
- 536 Gert-Jan Otten, Peter Borm, Ton Storcken, Stef Tijs  
Effectivity functions and associated claim game correspondences  
Refereed by Prof.dr. P.H.M. Ruys
- 537 Jack P.C. Kleijnen, Gustav A. Alink  
Validation of simulation models: mine-hunting case-study  
Refereed by Prof.dr.ir. C.A.T. Takkenberg
- 538 V. Feltkamp and A. van den Nouweland  
Controlled Communication Networks  
Refereed by Prof.dr. S.H. Tijs
- 539 A. van Schaik  
Productivity, Labour Force Participation and the Solow Growth Model  
Refereed by Prof.dr. Th.C.M.J. van de Klundert
- 540 J.J.G. Lemmen and S.C.W. Eijffinger  
The Degree of Financial Integration in the European Community  
Refereed by Prof.dr. A.B.T.M. van Schaik
- 541 J. Bell, P.K. Jagersma  
Internationale Joint Ventures  
Refereed by Prof.dr. H.G. Barkema
- 542 Jack P.C. Kleijnen  
Verification and validation of simulation models  
Refereed by Prof.dr.ir. C.A.T. Takkenberg
- 543 Gert Nieuwenhuis  
Uniform Approximations of the Stationary and Palm Distributions of Marked Point Processes  
Refereed by Prof.dr. B.B. van der Genugten

- 544 R. Heuts, P. Nederstigt, W. Roebroek, W. Selen  
Multi-Product Cycling with Packaging in the Process Industry  
Refereed by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 545 J.C. Engwerda  
Calculation of an approximate solution of the infinite time-varying  
LQ-problem  
Refereed by Prof.dr. J.M. Schumacher
- 546 Raymond H.J.M. Gradus and Peter M. Kort  
On time-inconsistency and pollution control: a macroeconomic approach  
Refereed by Prof.dr. A.J. de Zeeuw
- 547 Drs. Dolph Cantrijn en Dr. Rezaul Kabir  
De Invloed van de Invoering van Preferente Beschermingsaandelen op  
Aandelenkoersen van Nederlandse Beursgenoteerde Ondernemingen  
Refereed by Prof.dr. P.W. Moerland
- 548 Sylvester Eijffinger and Eric Schaling  
Central bank independence: criteria and indices  
Refereed by Prof.dr. J.J. Sijben
- 549 Drs. A. Schmeits  
Geïntegreerde investerings- en financieringsbeslissingen; Implicaties  
voor Capital Budgeting  
Refereed by Prof.dr. P.W. Moerland
- 550 Peter M. Kort  
Standards versus standards: the effects of different pollution  
restrictions on the firm's dynamic investment policy  
Refereed by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 551 Niels G. Noorderhaven, Bart Nooteboom and Johannes Berger  
Temporal, cognitive and behavioral dimensions of transaction costs;  
to an understanding of hybrid vertical inter-firm relations  
Refereed by Prof.dr. S.W. Douma
- 552 Ton Storcken and Harrie de Swart  
Towards an axiomatization of orderings  
Refereed by Prof.dr. P.H.M. Ruys
- 553 J.H.J. Roemen  
The derivation of a long term milk supply model from an optimization  
model  
Refereed by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 554 Geert J. Almekinders and Sylvester C.W. Eijffinger  
Daily Bundesbank and Federal Reserve Intervention and the Conditional  
Variance Tale in DM/\$-Returns  
Refereed by Prof.dr. A.B.T.M. van Schaik
- 555 Dr. M. Hetebrij, Drs. B.F.L. Jonker, Prof.dr. W.H.J. de Freytas  
"Tussen achterstand en voorsprong" de scholings- en personeelsvoor-  
zieningsproblematiek van bedrijven in de procesindustrie  
Refereed by Prof.dr. Th.M.M. Verhallen



- 556 Ton Geerts  
Regularity and singularity in linear-quadratic control subject to implicit continuous-time systems  
Communicated by Prof.dr. J. Schumacher
- 557 Ton Geerts  
Invariant subspaces and invertibility properties for singular systems: the general case  
Communicated by Prof.dr. J. Schumacher
- 558 Ton Geerts  
Solvability conditions, consistency and weak consistency for linear differential-algebraic equations and time-invariant singular systems: the general case  
Communicated by Prof.dr. J. Schumacher
- 559 C. Fricker and M.R. Jaïbi  
Monotonicity and stability of periodic polling models  
Communicated by Prof.dr.ir. O.J. Boxma
- 560 Ton Geerts  
Free end-point linear-quadratic control subject to implicit continuous-time systems: necessary and sufficient conditions for solvability  
Communicated by Prof.dr. J. Schumacher
- 561 Paul G.H. Mulder and Anton L. Hempenius  
Expected Utility of Life Time in the Presence of a Chronic Noncommunicable Disease State  
Communicated by Prof.dr. B.B. van der Genugten
- 562 Jan van der Leeuw  
The covariance matrix of ARMA-errors in closed form  
Communicated by Dr. H.H. Tigelaar
- 563 J.P.C. Blanc and R.D. van der Mei  
Optimization of polling systems with Bernoulli schedules  
Communicated by Prof.dr.ir. O.J. Boxma
- 564 B.B. van der Genugten  
Density of the least squares estimator in the multivariate linear model with arbitrarily normal variables  
Communicated by Prof.dr. M.H.C. Paardekooper
- 565 René van den Brink, Robert P. Gilles  
Measuring Domination in Directed Graphs  
Communicated by Prof.dr. P.H.M. Ruys
- 566 Harry G. Barkema  
The significance of work incentives from bonuses: some new evidence  
Communicated by Dr. Th.E. Nijman

- 567 Rob de Groof and Martin van Tuijl  
Commercial integration and fiscal policy in interdependent, financially integrated two-sector economies with real and nominal wage rigidity.  
Communicated by Prof.dr. A.L. Bovenberg
- 568 F.A. van der Duyn Schouten, M.J.G. van Eijs, R.M.J. Heuts  
The value of information in a fixed order quantity inventory system  
Communicated by Prof.dr. A.J.J. Talman
- 569 E.N. Kertzman  
Begrotingsnormering en EMU  
Communicated by Prof.dr. J.W. van der Dussen
- 570 A. van den Elzen, D. Talman  
Finding a Nash-equilibrium in noncooperative N-person games by solving a sequence of linear stationary point problems  
Communicated by Prof.dr. S.H. Tijs
- 571 Jack P.C. Kleijnen  
Verification and validation of models  
Communicated by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 572 Jack P.C. Kleijnen and Willem van Groenendaal  
Two-stage versus sequential sample-size determination in regression analysis of simulation experiments
- 573 Pieter K. Jagersma  
Het management van multinationale ondernemingen: de concernstructuur
- 574 A.L. Hempenius  
Explaining Changes in External Funds. Part One: Theory  
Communicated by Prof.Dr.Ir. A. Kapteyn
- 575 J.P.C. Blanc, R.D. van der Mei  
Optimization of Polling Systems by Means of Gradient Methods and the Power-Series Algorithm  
Communicated by Prof.dr.ir. O.J. Boxma
- 576 Herbert Hamers  
A silent duel over a cake  
Communicated by Prof.dr. S.H. Tijs
- 577 Gerard van der Laan, Dolf Talman, Hans Kremers  
On the existence and computation of an equilibrium in an economy with constant returns to scale production  
Communicated by Prof.dr. P.H.M. Ruys
- 578 R.Th.A. Wagemakers, J.J.A. Moors, M.J.B.T. Janssens  
Characterizing distributions by quantile measures  
Communicated by Dr. R.M.J. Heuts



- 579 J. Ashayeri, W.H.L. van Esch, R.M.J. Heuts  
Amendment of Heuts-Selen's Lotsizing and Sequencing Heuristic for  
Single Stage Process Manufacturing Systems  
Communicated by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 580 H.G. Barkema  
The Impact of Top Management Compensation Structure on Strategy  
Communicated by Prof.dr. S.W. Douma
- 581 Jos Benders en Freek Aertsen  
Aan de lijn of aan het lijntje: wordt slank produceren de mode?  
Communicated by Prof.dr. S.W. Douma
- 582 Willem Haemers  
Distance Regularity and the Spectrum of Graphs  
Communicated by Prof.dr. M.H.C. Paardekooper
- 583 Jalal Ashayeri, Behnam Pourbabai, Luk van Wassenhove  
Strategic Marketing, Production, and Distribution Planning of an  
Integrated Manufacturing System  
Communicated by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 584 J. Ashayeri, F.H.P. Driessen  
Integration of Demand Management and Production Planning in a  
Batch Process Manufacturing System: Case Study  
Communicated by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 585 J. Ashayeri, A.G.M. van Eijs, P. Nederstigt  
Blending Modelling in a Process Manufacturing System  
Communicated by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 586 J. Ashayeri, A.J. Westerhof, P.H.E.L. van Alst  
Application of Mixed Integer Programming to  
A Large Scale Logistics Problem  
Communicated by Prof.dr. F.A. van der Duyn Schouten
- 587 P. Jean-Jacques Herings  
On the Structure of Constrained Equilibria  
Communicated by Prof.dr. A.J.J. Talman

## IN 1993 REEDS VERSCHENEN

- 588 Rob de Groof and Martin van Tuijl  
The Twin-Debt Problem in an Interdependent World  
Communicated by Prof.dr. Th. van de Klundert
- 589 Harry H. Tigelaar  
A useful fourth moment matrix of a random vector  
Communicated by Prof.dr. B.B. van der Genugten
- 590 Niels G. Noorderhaven  
Trust and transactions; transaction cost analysis with a differential behavioral assumption  
Communicated by Prof.dr. S.W. Douma
- 591 Henk Roest and Kitty Koelemeijer  
Framing perceived service quality and related constructs  
A multilevel approach  
Communicated by Prof.dr. Th.M.M. Verhallen
- 592 Jacob C. Engwerda  
The Square Indefinite LQ-Problem: Existence of a Unique Solution  
Communicated by Prof.dr. J. Schumacher
- 593 Jacob C. Engwerda  
Output Deadbeat Control of Discrete-Time Multivariable Systems  
Communicated by Prof.dr. J. Schumacher
- 594 Chris Veld and Adri Verboven  
An Empirical Analysis of Warrant Prices versus Long Term Call Option Prices  
Communicated by Prof.dr. P.W. Moerland
- 595 A.A. Jeunink en M.R. Kabir  
De relatie tussen aandeelhoudersstructuur en beschermingsconstructies  
Communicated by Prof.dr. P.W. Moerland
- 596 M.J. Coster and W.H. Haemers  
Quasi-symmetric designs related to the triangular graph  
Communicated by Prof.dr. M.H.C. Paardekooper



**Bibliotheek K. U. Brabant**



**17 000 01173835 9**